

DEUTSCHE WOHNIMMOBILIEN ALS KAPITALANLAGE

Prof. Dr. Tobias Just
Dr. Jochen Möbert
Michael Heinrich

Herausgeber: **IRE|BS** International Real Estate Business School, Universität Regensburg
www.irebs.de
ISSN 2197 - 7720
Copyright © **IRE|BS** International Real Estate Business School 2013, alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes: Prof. Dr. Tobias Just, Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft,
Universität Regensburg, Dr. Jochen Möbert, Deutsche Bank Research

RECHTLICHE HINWEISE

ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnausfälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

Deutsche Wohnimmobilien als Kapitalanlage

Gutachten im Auftrag der Deutsche Bank Privat- und
Geschäftskunden AG

von

Prof. Dr. Tobias Just

Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft
IREBS International Real Estate Business School
Universität Regensburg

Dr. Jochen Möbert

DB Research

Michael Heinrich

Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft
IREBS International Real Estate Business School
Universität Regensburg

24. März 2014

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
Der aktuelle Wohnimmobilienzyklus	1
Sind deutsche Wohnimmobilien zu teuer?	2
Die wichtigsten makroökonomischen Variablen für Hauspreise aus historischer Perspektive	4
Die aktuelle Angebots- und Nachfragesituation auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt	6
Große regionale Unterschiede im Angebot	6
Was ist das größte Risiko für Investoren?	7
Setzt sich der Zyklus 2014 fort?	8
Regionale Unterschiede: Wo lohnt sich der Immobilienkauf?	9
Analyse der regionalen Niveauunterschiede für Neubauwohnungen	9
Preis- und Mietdynamik für Neubauwohnungen in den Regionen	12
Erschwinglichkeit in den Regionen	16
Besonders gute Lagen sind nicht immer die besonders guten Lagen	18
Bestandswohnungen in deutschen Städten	20
Weniger Dynamik bei Ein- und Zweifamilienhäusern	23
Immobilien als Kapitalanlage	26
Immobilien im gemischten Portfolio	26
Immobilien im Immobilienportfolio	29
Zwischenfazit	31
Immobilien und Inflationsschutz	32
Vorüberlegungen	32
Empirische Ergebnisse	33
Schlussbemerkungen	35
Anhang I	36
Anhang II	37
Anhang III	44
Literatur	45

Deutsche Wohnimmobilien als Kapitalanlage

Prof. Dr. Tobias Just, IREBS Universität Regensburg

Dr. Jochen Möbert, DB Research

Michael Heinrich, IREBS Universität Regensburg

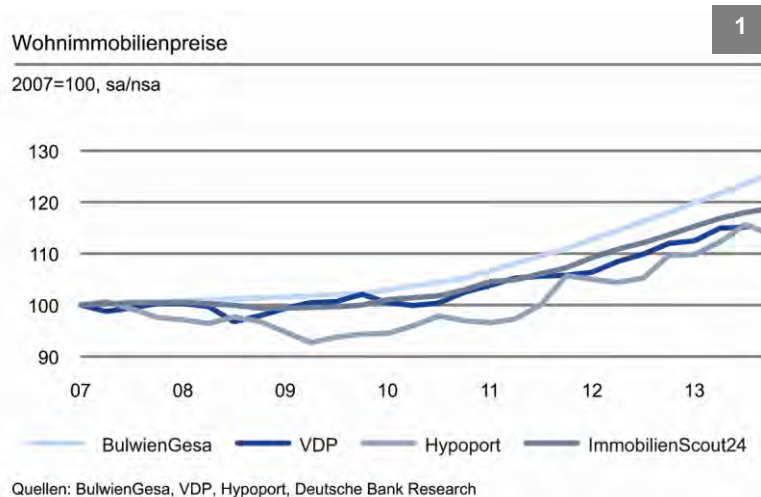
Einleitung

Die Finanz- und Wirtschaftskrise und die im Anschluss folgende Staatsschuldenkrise haben in den letzten Jahren den Kapitalmärkten keine Atempause gegönnt. Viele Anleger sind trotz der starken Gewinne am Aktienmarkt weiterhin verunsichert und suchen nach sicheren Anlagemöglichkeiten. Gleichzeitig fürchten einige Anleger, dass die ultra-expansive Geldpolitik der westlichen Notenbanken über kurz oder lang zu deutlich höheren Inflationsraten führen wird. Sowohl private als auch institutionelle Investoren suchen daher seit ein paar Jahren verstärkt nach „realen“ Anlagen, weil sie mit der Haptik Schutz vor monetären Phänomenen verbinden. Insbesondere Wohnimmobilien standen zuletzt in der Gunst der Anleger: Die Wohnungspreise in vielen deutschen Städten stiegen in den letzten Jahren als Folge davon deutlich schneller als in den zehn Jahren vor dem Beginn der Finanzkrise. Einige Beobachter fürchten bereits, dass sich in Deutschland eine neue Immobilienblase aufbaut.

Wir möchten mit dieser Studie zeigen, dass sich die aktuelle Entwicklung auf den deutschen Wohnungsmärkten im Großen und Ganzen noch durch fundamentale Bestimmungsfaktoren erklären lässt. Dies gilt sowohl für die durchschnittliche Entwicklung als auch für die meisten deutschen Standorte isoliert betrachtet. Allerdings wird auch deutlich, dass die Risiken einer möglichen Abwärtskorrektur zuletzt gestiegen sind. Die Studie ist in drei Hauptteile gegliedert: Im ersten Teil wird die Wohnungsmarktentwicklung für Deutschland insgesamt skizziert und ein Ausblick für das Jahr 2014 gegeben. Da jedoch Immobilienmärkte häufig regionale Besonderheiten haben, werden in Teil zwei regionale und strukturelle Teilmärkte einzeln analysiert. In Teil drei wird schließlich die Rolle von Immobilien in einem Anlegerportfolio dargestellt und die wissenschaftliche Literatur zum Inflationsschutz von Immobilien ausgewertet.

Der aktuelle Wohnimmobilienzyklus

Seit Anfang 2008 zogen die nominalen Hauspreise auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt um 24 Prozent an, real – also inflationsbereinigt – erhöhten sich die Preise um 15 Prozent. Dies entspricht Jahreswachstumsraten von nominal 5 Prozent und real von 3 Prozent. Besonders stark waren die Preissteigerungen in den Großstädten mit nominal fast 7 Prozent und real fast 5 Prozent pro Jahr (basierend auf BulwienGesa-Daten).



Wie entwickelten sich die Mieten und Mietrenditen? Deutschlands reale Mieten stiegen von 2008 bis 2013 um 9 Prozent (nominal 17 Prozent) und in den Großstädten um 11 Prozent (nominal 20 Prozent). Aber selbst in den Großstädten liegen die realen Mieten deutlich unter den Niveaus der 1990er-Jahre, als der Immobilienboom in den neuen Bundesländern auch zu signifikanten Mietsteigerungen in den westdeutschen Großstädten führte. Angesichts der relativ zu den Preisen etwas weniger dynamischen Entwicklung der Mieten sind die Mietrenditen nur leicht gesunken.

Sind deutsche Wohnimmobilien zu teuer?

Die recht dynamische Entwicklung von Mieten und Preisen löste Bedenken bezüglich des Beginns eines Immobilienbooms aus, vor allem vor dem Hintergrund der Übertreibungen in den USA, Spanien und Irland vor der Finanzkrise. Die Voraussetzungen für einen Boom sind in Deutschland im Augenblick durchaus gegeben: historisch niedrige Kreditzinsen, Angst vor einem Inflationsanstieg und – verglichen mit anderen Ländern wie auch im Vergleich mit der eigenen Historie – hohe Erschwinglichkeitsindizes, das heißt relativ zum Einkommen niedrige Immobilienpreise. Wir zeigen hier aber vor allem, dass Deutschland weit davon entfernt ist, die Preisdynamik der genannten Länder zu durchleben.

Auch wenn wir einen weiteren Anstieg des realen Preisniveaus in den nächsten Jahren erwarten, halten wir die Bildung einer Blase in Deutschland für unwahrscheinlich. Bisher sehen wir keine Überhitzungsanzeichen der Wirtschaft und die besonderen institutionellen Merkmale im deutschen Wohnimmobilienmarkt – wie konservative Kreditvergabe oder attraktiver Mietermarkt –, der anstehende demografische Wandel und die Möglichkeiten der Aufsichtsbehörden, bei Bedarf einzugreifen, wirken Übertreibungen entgegen. Vor diesem Hintergrund betrachten wir die Preisentwicklung der letzten Jahre in erster Linie als einen Normalisierungsprozess.

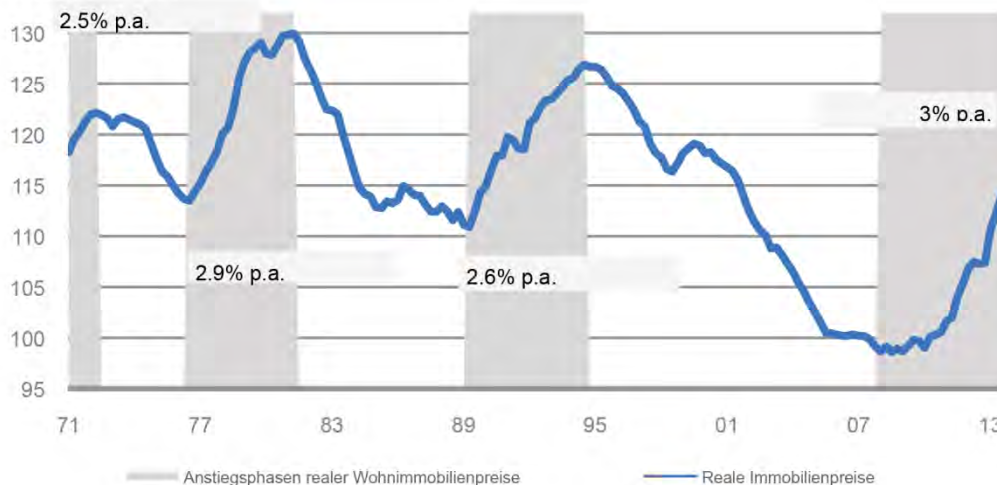
Nationale historische Einordnung

Ein Vergleich des aktuellen deutschen Zyklus mit vergangenen deutschen Zyklen zeigt, dass die aktuelle Phase realer Hauspreisanstiege als normal zu bezeichnen ist. Die realen Preisanstiege seit Anfang 2008 um 3 Prozent pro Jahr liegen im Bereich früherer Aufschwungsphasen (2 ½ bis 3 Prozent pro Jahr).

Frühere Aufschwungphasen mit steigenden realen Hauspreisen wurden immer durch steigende Einkommens- und Inflationserwartungen eingeleitet. In der ersten Phase Anfang der 1970er-Jahre boomte die deutsche Wirtschaft und es herrschte Vollbeschäftigung. Die Phase Ende der 1970er-Jahre fiel zusammen mit der Ölpreiskrise, die für ein Anziehen der Inflationsraten sorgte. Der Anstieg der realen Hauspreise seit Anfang der 1990er-Jahre wurde durch den deutschen Wiedervereinigungsboom angetrieben, wobei attraktive Abschreibungsbedingungen zu hohen Bauinvestitionen in Ostdeutschland führten. Die jüngste Phase begann mit dem Ausbruch der globalen Wirtschaftskrise im Jahr 2008, wobei historisch niedrige Geldmarkt- und Kapitalmarktzinsen, aufkommende Inflationssorgen und eine verglichen zu anderen Ländern niedrige Bewertung von deutschen Wohnimmobilien die Preisentwicklung hierzulande begünstigte.

Reale Immobilienpreise in Deutschland

Index 2010 = 100



Quellen: OECD, DB Research

Internationale Hauspreiszyklen

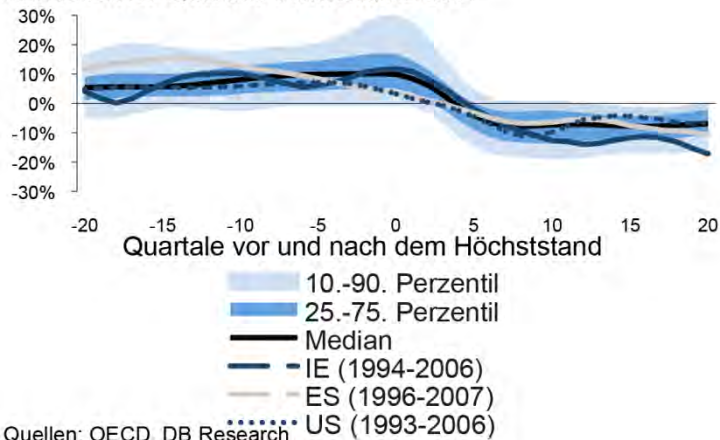
Der Vergleich mit internationalen Immobilienpreiszyklen auf der Grundlage von OECD-Daten zeigt, dass der aktuelle Anstieg deutlich hinter den Boomphasen anderer Länder zurückbleibt. International erhöhten sich die nominalen Hauspreise während eines Booms, definiert als die über dem Mediananstieg liegenden Preiszunahmen, um jährlich nominal 13 Prozent und real um 9 Prozent. (Hier noch mal zum Vergleich: In Deutschland haben wir seit 2008 Preissteigerungen von nominal 5 Prozent und real 3 Prozent pro Jahr.)

Die von uns untersuchten internationalen Boomphasen haben eine durchschnittliche Dauer von 25 Quartalen. In diesem Datenbestand befinden sich auch die besonders ausgeprägten Entwicklungen in Irland, Spanien und den USA. In Irland dauerten einzelne Zyklen 50 Quartale (1994–2007), in Spanien 45 Quartale (1996–2007) und in den USA 56 Quartale (1993–2006), und die Preise stiegen in den Vereinigten Staaten um insgesamt 62 Prozent, in Spanien um 121 Prozent und in Irland sogar um 251 Prozent. Dieser Vergleich hilft den aktuellen deutschen Zyklus einzuordnen, dessen Preiszunahme bisher nicht nur moderat, sondern dessen Dauer bisher eher gewöhnlich war.

Realer Hauspreisanstieg (Boom-Bust-Zyklen)

3

Annualisierte Quartals-Wachstumsraten



Die wichtigsten makroökonomischen Variablen für Hauspreise aus historischer Perspektive

Die Hauspreise haben signifikante Effekte auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft und ebenso gibt es großen Einfluss von den Märkten und der Realwirtschaft auf den Wohnimmobiliensektor. Im Folgenden betrachten wir die Entwicklung von für den Häusermarkt wichtigen ökonomischen Indikatoren wie Kreditwachstum, Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosenquote.

Ein Haupttreiber von Immobilienbooms ist oft eine kräftige Kreditvergabe. Im Verlauf vergangener Booms stieg das Kreditwachstum in den OECD-Ländern kontinuierlich auf 15 Prozent zum Zeitpunkt des Höhepunkts der Booms an und betrug im Durchschnitt 12 Prozent pro Jahr. Anschließend, da nach dem Höhepunkt des Booms, sank das Kreditwachstum innerhalb von fünf Jahren deutlich auf nur noch 2,5 Prozent pro Jahr. Das schwache Kreditwachstum hatte negative Effekte auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft. Zudem stieg die Verschuldung durch die massiven Interventionen der Staaten und der Zentralbanken erheblich an.

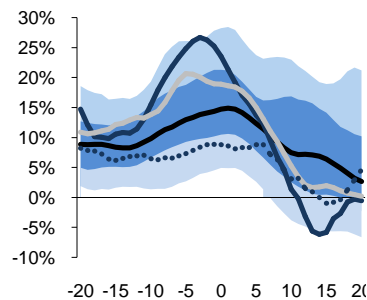
Während das reale Wirtschaftswachstum im Verlauf der Boomphasen in den OECD-Ländern bei 3,2 Prozent pro Jahr lag, sank während der Abschwungphasen das Wirtschaftswachstum auf nur noch 0,8 Prozent. Mit der Wachstumsverlangsamung erhöhte sich die Arbeitslosenquote kontinuierlich von etwa 5 Prozent im Jahr des Höhepunkts der Hauspreise auf 8 Prozent fünf Jahre danach. Dabei stieg die Arbeitslosenquote in besonders stark betroffenen Ländern sogar auf deutlich zweistellige Werte an. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum über einen Boom-Bust-Zyklus liegt unter dem durchschnittlichen Wachstum eines normalen Zyklus ohne Preisübertreibungen. Boom-Bust-Zyklen haben also nicht nur Verteilungswirkung, sondern führen insgesamt zu Einkommensverlusten im Vergleich zu Zyklen ohne Übertreibungen.

Beispielhaft führen wir wieder die relativ konstante (reale) BIP-Entwicklung bis zum Höhepunkt der Hauspreisblase in den Vereinigten Staaten (2 Prozent), Spanien (3 Prozent) und Irland (5 Prozent) an. Mit dem Einbruch der Hauspreise fiel das Wachstum – insbesondere bis zum dritten Jahr – rapide. So ging das reale Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten zeitweise um 3,8 Prozent, in Spanien um 3,7 Prozent und in Irland sogar um 7,1 Prozent gegenüber dem Vorkrisenniveau zurück. Erst fünf Jahre nach dem Höhepunkt der Hauspreise und anschließender Korrektur expandierten die Volkswirtschaften wieder.

Im Zuge der Wirtschaftsrezessionen war der Anstieg der Arbeitslosenquote besonders ausgeprägt in Spanien, wo sie von 8 Prozent auf fast 27 Prozent im Höhepunkt zunahm. In Irland erhöhte sie sich von 4 Prozent auf 15 Prozent und in den USA verdoppelte sie sich von 5 Prozent auf 10 Prozent. Die Erholung auf dem Arbeitsmarkt setzte in den USA allerdings durch die eher beginnende und stärkere Erholung der Realwirtschaft sowie den wohl flexibleren Arbeitsmarkt früher als in Irland und Spanien ein.

Kreditwachstum (Boom-Bust Zyklus) 4

Annualisierte Quartals-Wachstumsraten



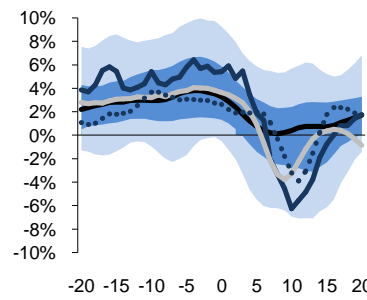
Quartale vor und nach dem
Höchststand

10.-90. Perzentil
25.-75. Perzentil
Median
IE (1994-2006)
ES (1996-2007)
US (1993-2006)

Quellen: OECD, DB Research

Reales BIP Wachstum (Boom-Bust Zyklus) 5

Annualisierte Quartals-Wachstumsraten



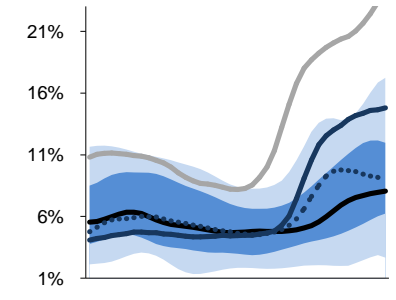
Quartale vor und nach dem
Höchststand

10.-90. Perzentil
25.-75. Perzentil
Median
IE (1994-2006)
ES (1996-2007)
US (1993-2006)

Quellen: OECD, DB Research

Arbeitslosenquote (Boom-Bust Zyklus) 6

%



Quartale vor und nach dem
Höchststand

10.-90. Perzentil
25.-75. Perzentil
Median
IE (1994-2007)
ES (1996-2007)
US (1993-2006)

Quellen: OECD, DB Research

Die positiven Interaktionen von Preiserwartungen, Kreditentwicklung und Realwirtschaft, die die Boom-Bust-Zyklen in vielen OECD-Ländern charakterisierten, sind in Deutschland wesentlich geringer ausgeprägt. Lediglich der Arbeitsmarkt mit einer Beschäftigung auf historischem Hoch deutet auf ein relativ dynamisches makroökonomisches Umfeld hin. Das Wirtschaftswachstum liegt aber aktuell nahe der Potenzialrate und das Kreditwachstum ist eher moderat, in manchen Quartalen sinkt das reale Kreditwachstum sogar, sodass der Kreditimpuls auf die deutsche Wirtschaft recht klein beziehungsweise negativ sein sollte. Alles in allem spricht also auch das makroökonomische Umfeld eher für eine Normalisierung als für eine Übertreibung im deutschen Wohnimmobilienmarkt.

Deutschland: Arbeitsmarkt

7

Beschäftigte (in Mio), rechts
Arbeitslosenrate in %, links



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Destatis

Die aktuelle Angebots- und Nachfragesituation auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt

Eine Ursache für die Preisanstiege in Ballungsräumen ist die hohe Nachfrage aufgrund niedriger Kreditzinsen, der Unsicherheit an den Finanzmärkten, der geringen Anzahl von Anlagealternativen, hoher Beschäftigung und der starken Zuwanderung nach Deutschland. Insbesondere der dynamische Arbeitsmarkt mit einer aktuellen Arbeitslosenquote unter 7 Prozent und einer steigenden Beschäftigung auf rund 42 Millionen stützt den Immobilienmarkt in direkter und indirekter Weise. Er erhöht direkt die Arbeitsplatzsicherheit und trägt zu einer besseren Einkommensentwicklung bei. Beides sind wichtige Größen für die Entscheidung, ein Haus für den Eigengebrauch zu kaufen oder mit der Absicht, es zu vermieten. Außerdem unterstützt der Arbeitsmarkt das Wachstum der inländischen Wirtschaft. Davon profitiert auch indirekt der deutsche Wohnimmobilienmarkt, da ein durch die Binnennachfrage getriebenes Wachstum auf einer breiteren regionalen und sektoralen Basis steht.

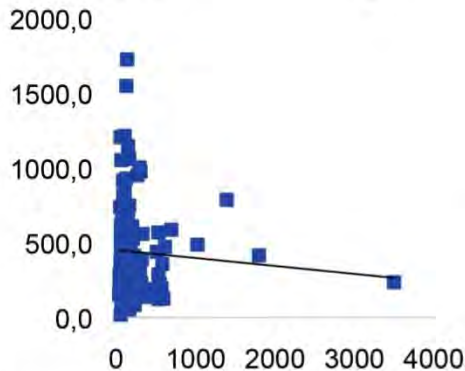
Jedoch führt eine Zunahme der Nachfrage nur zu einem dauerhaften Preisanstieg, wenn sie auf ein wenig elastisches Angebot trifft. So werden in Deutschland aktuell pro Jahr nur rund 0,5 Prozent des Wohnbestands zusätzlich fertiggestellt. Die Zahl der Fertigstellungen hat sich hierbei freilich bereits erhöht. So ist der Wert der bundesweiten Fertigstellungen im Wohnbausektor seit dem Tiefpunkt 2009 von jährlich 24 Mrd auf 32 Mrd EUR im Jahr 2012 angestiegen. Im gleichen Zeitraum zog die Zahl der bundesweit fertiggestellten Wohnungen von jährlich 159.000 auf 200.000 an. Im Jahr 2013 könnten die Fertigstellungen noch einmal deutlich zugelegt haben, da die Baugenehmigungen weiterhin auf recht hohem Niveau liegen.

Große regionale Unterschiede im Angebot

Die Zahl der Fertigstellungen ist in den letzten Jahren jedoch sehr ungleich über die Städte verteilt. So gibt es einige kleinere Städte, in denen relativ zu der Anzahl ihrer Bestandswohnungen sehr viele Wohnungen gebaut wurden, während paradoxerweise in größeren Städten, die hohe Nachfrageüberschüsse verzeichnen, eher eine zurückhaltende Investitionstätigkeit vorherrscht. Damit stehen die Preise und Mieten in den Ballungsgebieten sowohl von der Nachfrage- als auch von der Angebotsseite her unter Druck.

2011 Fertigstellungen in Städten mit weniger als 500.000 Einwohner (111 Städte)

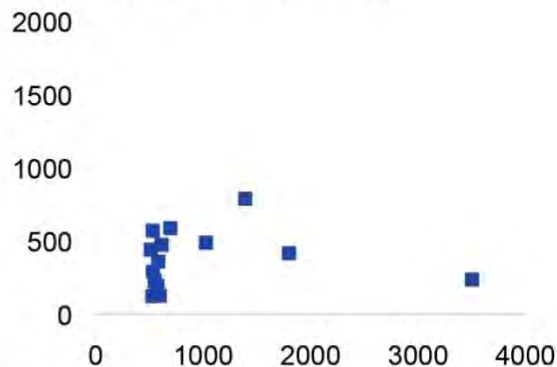
x-Achse: Einwohner in Tausend, y-Achse: Fertigstellungen pro 100.000 Wohnungen



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

2011 Fertigstellungen in Städten mit mehr als 500.000 Einwohner (14 Städte)

x-Achse: Einwohner in Tausend, y-Achse: Fertigstellungen pro 100.000 Wohnungen



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Die OECD schätzt mithilfe von multivariaten Analysen die langfristige Preiselastizität des Angebots in Deutschland auf 0,4 das heißt, ein jährlicher Anstieg der realen Hauspreise um 1 Prozent verursacht einen Anstieg der realen Wohnbauinvestitionen um lediglich 0,4 Prozent. Im internationalen Vergleich ist die deutsche Elastizität damit eher unterdurchschnittlich. Nachfrageschocks lösen in Deutschland daher tendenziell größere Preisreaktionen aus als in anderen Ländern. Die OECD empfiehlt Deutschland, die Angebotselastizität zu erhöhen, um die Volatilität der Miet- und Preisentwicklung zu reduzieren.

Was ist das größte Risiko für Investoren?

Angesichts der schmerzhaften Folgen des Platzens der Immobilienblasen in vielen Ländern sind Gesetzgeber und Regulierer in Deutschland besonders wachsam. So äußerte sich die Bundesbank wiederholt besorgt über die Preisentwicklung am Wohnimmobilienmarkt, jedoch nur für bestimmte Regionen oder bestimmte Teilmärkte, während sie bisher recht entspannt auf den Gesamtmarkt schaut.

Im Gegensatz zur Bundesbank, die bisher nur über die Kommunikation den Markt beeinflusst, will die Große Koalition nun aktiv in den Markt eingreifen und bereits in diesem Jahr eine Mietpreisbremse implementieren. Dies könnte Investoren veranlassen, Mieterhöhungen bis zur Implementierung vorzuziehen, und könnte damit das Ziel der Mietpreisbremse konterkarieren. Anschließend sind weitere Mieterhöhungen vermutlich nur begrenzt durchsetzbar, wodurch Mietrenditen sinken könnten und Preiserhöhungen zumindest zunächst kleiner ausfallen sollten. Mittelfristig aber könnte wiederum der Markteingriff der Großen Koalition, die die OECD-Empfehlung, das Angebot auszuweiten, zu ignorieren scheint, aufgrund fehlender Investitionsanreize eher zu weniger als zu mehr bezahlbarem Wohnraum führen.

So wird durch diesen Markteingriff der Nachfrageüberhang nicht direkt beseitigt, sondern dürfte eher noch wachsen, da die Investitionsbereitschaft der Vermieter sinkt, wodurch die Wohnqualität auf das Mietniveau herabsinken könnte. Die OECD stellt in einer Querschnittsbetrachtung über Länder hinweg den Zusammenhang zwischen der Strenge der Mietregulierung und der Wohnqualität dar. Wenig überraschend weisen Länder mit strengeren Mietgesetzen eine geringere Wohnqualität auf. So steigt zum Beispiel die Anzahl der undichten Dächer um durchschnittlich einen Prozentpunkt, wenn die Mietregulierung in einem Land um einen Punkt (auf einer Skala von 0 bis 5) ansteigt.

Gemäß dem OECD-Ranking hat Deutschland im internationalen Vergleich bereits heute – ohne Mietpreisbremse – strenge Mietgesetze (Platz 3 hinter Schweden und den Niederlanden) und eine entsprechend niedrige Wohnqualität (Platz 2 hinter den Niederlanden). 7 Prozent der befragten Mieter in Deutschland gaben beispielsweise an, dass ihr Dach undicht sei. Die Qualitätsmängel treffen vermutlich vor allem Mieter in den Ballungsgebieten im unteren Einkommenssegment – also gerade jene Gruppe, die man mit noch strengeren Gesetzen eigentlich schützen will. Damit könnten sich die anvisierten Gesetzesänderungen der Großen Koalition als wenig zielführend und mittelfristig sogar als kontraproduktiv erweisen.

Setzt sich der Zyklus 2014 fort?

Eine ganze Reihe von Argumenten spricht für die Fortsetzung des aktuellen Zyklus. Erstens deuten dies Frühindikatoren im Bausektor an, die auf erhöhtem Niveau liegen. Ebenso zeigen zahlreiche Indikatoren aus der ifo-Umfrage zum Baugewerbe recht hohe Werte auf.

Zweitens sind auch die bereits genannten Nachfragefaktoren des aktuellen Zyklus – niedrige Kreditzinsen, Unsicherheit an den Finanzmärkten, wenige Anlagealternativen, hohe Beschäftigung und Zuwanderung nach Deutschland – weiterhin vorhanden und sollten auch 2014 Preistreiber bleiben. Selbst bei dynamischer Bauaktivität dürfte der Nachfrageüberhang bei Wohnimmobilien in vielen Städten zunächst fortbestehen und preistreibend wirken.

Drittens bleiben trotz aktuellem Aufschwung deutsche Wohnimmobilien relativ zu ihrer eigenen Historie unterbewertet. Gemessen an den Preis-zu-Einkommen-Relationen (Erschwinglichkeiten) sowie an den Preis-zu-Miet-Relationen liegen deutsche Wohnimmobilien unter ihrem historischen Durchschnitt. Zudem erscheinen deutsche Erschwinglichkeitsindizes – anders als viele Vergleichswerte für andere europäische Märkte – gemessen an langjährigen Mittelwerten günstig. Entsprechend erwarten wir angesichts des globalen Finanzmarkt- und makroökonomischen Umfelds, dass der aktuelle deutsche Hauspreiszyklus auch von internationalen Investoren weitere Nachfrageimpulse erfährt.

Basierend auf den historischen Hauspreiszyklen, dem Makro- und Finanzmarktumfeld, den Bewertungsniveaus, den strukturellen Preistreibern und zyklischen Indikatoren erwarten wir daher für 2014 weitere Preissteigerungen, die wie in den vergangenen Jahren auch über der Inflationsrate liegen und stärker als das verfügbare Einkommen der Haushalte wachsen sollten.

Regionale Unterschiede: Wo lohnt sich der Immobilienkauf?

Die deutschen Wohnungsmärkte sind regional sehr unterschiedlich. Dies gilt sowohl für die Höhe der Mieten und Wohnungspreise als auch für die Wachstumsraten für diese Kenngrößen. Diese Unterschiede lassen sich durch die unterschiedliche Ausprägung der zentralen Bestimmungsfaktoren für Immobilienpreise erklären. Wohnen ist letztlich insofern ein normales Gut, als steigende Einkommen auch zu einer höheren Nachfrage nach Wohnraum führen, bei Raumknappheit zwingt dies die Preise nach oben. Dasselbe gilt für das Bevölkerungswachstum: Wächst die Einwohnerzahl, führt dies unter sonst gleichen Bedingungen zu höheren Preisen und Mieten. Und schließlich gilt auch, dass die Preise als Knappheitssignal auch auf die Entwicklung des Wohnungsangebots reagieren: Wird zu wenig gebaut, steigen die Mieten und Preise.

Im Folgenden werden die wichtigsten deutschen Wohnungsmärkte analysiert. Dabei wird das Augenmerk gerade auch auf Teilmärkte ruhen, denn das Neubausegment entwickelt sich in vielen Städten anders als das Segment der Bestandswohnungen oder der Ein- und Zweifamilienhäuser.

Analyse der regionalen Niveauunterschiede für Neubauwohnungen

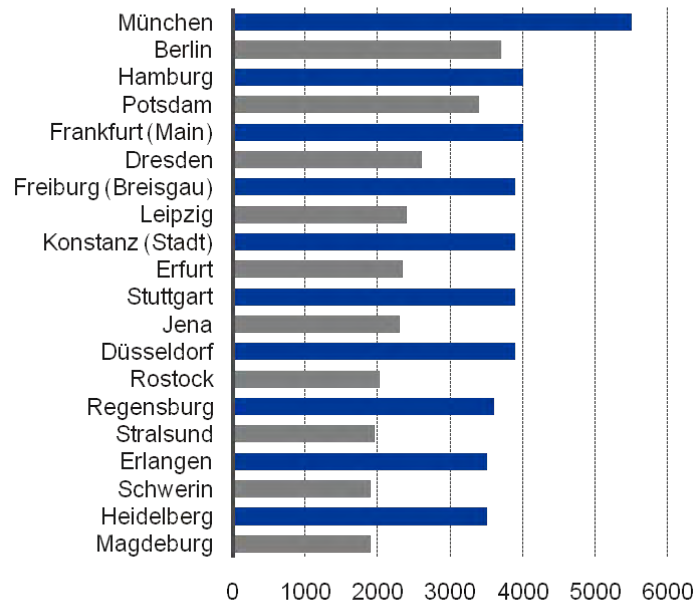
Schaut man auf die größten deutschen Städte, so befinden sich die teuersten Wohnungen in München. Mit über 5.500 EUR für den Quadratmeter zahlt man dort für eine neue Eigentumswohnung sogar rund ein Drittel mehr als in den darauffolgenden Städten Hamburg und Frankfurt am Main und rund viermal so viel wie in den günstigsten Städten in Ostdeutschland: Zwickau, Neubrandenburg, Frankfurt an der Oder, Plauen oder Gera.

In der Abbildung 10 wurden für Ost- und Westdeutschland die zehn teuersten Städte dargestellt, jeweils für Ost- und Westdeutschland abwechselnd sortiert. Drei Dinge werden hierbei deutlich: Erstens gibt es offenbar auch über zwanzig Jahre nach der Wiedervereinigung ein deutliches West-Ost-Gefälle. Die Wohnungen in den westdeutschen Top Ten sind im Mittel um gut 60 Prozent teurer als die Top Ten in den neuen Bundesländern. Zwar würde Berlin als einzige ostdeutsche Stadt sogar in den westdeutschen Top Ten geführt werden können, doch selbst Dresden, Leipzig oder Erfurt liegen unterhalb des Mittelwerts aller westdeutschen Städte – sie kämen in einer gesamtdeutschen Rangfolge nicht unter die ersten 50.

Die teuersten Städte in West- und Ostdeutschland

Neubaupreise 2013, in EUR/m²

10



Quelle: BulwienGesa

Dies heißt nicht, dass es nicht auch in Westdeutschland strukturschwache Regionen mit günstigen Wohnungen gibt: In Salzgitter, Flensburg oder Neumünster liegen die Neubauwohnungspreise nicht höher als in Schwerin oder Halle. Doch bereits diese Aufzählung veranschaulicht, dass es fast jede der westdeutschen Städte unter die ostdeutschen Top Ten schaffen würde. Dies wirft eine Reihe von Fragen auf. Erstens: Worauf lassen sich diese Niveauunterschiede zurückführen? Zweitens: Zeigt sich trotz dieser Unterschiede zumindest in Teilen eine Angleichung beziehungsweise gibt es im Osten Gewinnerstädte? Hiermit verbunden wäre dann die Frage, ob sich die Geldanlage nur in den westdeutschen Ballungszentren lohnt. Sind die Preise im Westen vielleicht zu hoch und gab es in einzelnen Orten möglicherweise eine Übertreibung?

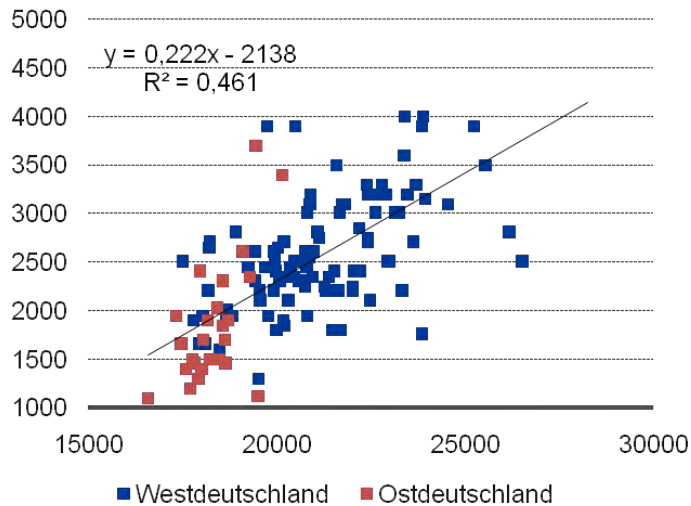
Letztlich spiegelt der Wohnungspreis weitgehend die Kaufkraft in einer Stadt. Abbildung 11 zeigt, dass es eine sehr enge Beziehung zwischen der Höhe des aktuellen Wohnungspreises und der Kaufkraft gibt. Die Streuung der Punkte um die Trendanpassung illustriert, dass es keinen perfekten Zusammenhang zwischen der Kaufkraft und der Höhe der Wohnungspreise gibt. Die Wohnungspreise werden maßgeblich durch die Höhe der Einkommen beeinflusst, aber nicht vollständig determiniert. Trotz der sehr geringen Einkommen in den neuen Bundesländern sind die Wohnungen dort für die Menschen gut erschwinglich – die meisten Wohnungspreise liegen unterhalb dessen, was man bei der jeweiligen Kaufkraft hätte erwarten können. Berlin und Potsdam bilden hier deutlich Ausnahmen.

Zusammenhang zwischen Preisen und Kaufkraft

11

x: Kaufkraft je Einwohner in EUR

y: Preise für Neubauwohnungen (EUR/m²)



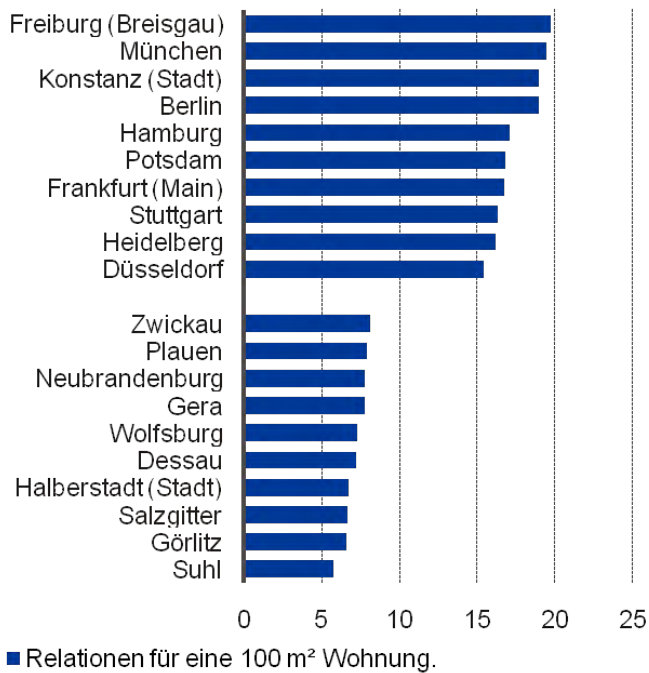
Quellen: GfK, BulwienGesa

Bildet man eine Relation aus dem mittleren Wohnungspreis in einer Stadt zur Kaufkraft, erhält man einen Indikator für die Erschwinglichkeit des Wohnens. Unter den zehn Städten mit den höchsten Werten finden sich die großen westdeutschen Städte sowie Berlin, Potsdam und ein paar westdeutsche Universitätsstädte. In diesen Städten ist Wohnen nicht nur absolut, sondern auch relativ teuer. Berlin liegt hier sogar noch vor Hamburg, Frankfurt am Main oder Düsseldorf. Am unteren Ende zeigt sich ein umgedrehtes Bild: Außer Wolfsburg und Salzgitter sind alle besonders erschwinglichen Städte in den neuen Bundesländern. Erschwinglichkeit von Wohnraum hat viel mit Verfügbarkeit von Wohnraum zu tun. Es gibt einen engen Zusammenhang zwischen dem hier ermittelten Erschwinglichkeitsindikator und dem vom aktuellsten Zensus (2011) für die Städte ausgewiesenen Wohnungsleerstand: Je niedriger der Leerstand, desto höher ist der Preis, den Menschen in Relation zu ihrer Kaufkraft zahlen müssen. In München und Hamburg ist die Leerstandsquote weniger als halb so hoch im Vergleich zum nationalen Mittelwert, in Schwerin ist sie doppelt so hoch, in Görlitz sogar dreimal so hoch wie für Deutschland insgesamt (4,4 Prozent). Für Berlin ist die Leerstandsquote deutlich höher als für München oder Hamburg und nur geringfügig unter dem deutschlandweiten Mittel, daher überrascht der sehr hohe Wert des Erschwinglichkeitsindikators insbesondere für Berlin. Offenbar gibt es so etwas wie einen Hauptstadtbonus; es könnte jedoch auch ein erstes Warnsignal dafür sein, dass die Preise in Berlin in den letzten Jahren zu stark gestiegen sind.

Wohnen im Osten ist sehr erschwinglich

12

Relation aus Wohnungspreis zu Kaufkraft



Quellen: BulwienGesa, GfK

Um dies zu überprüfen, muss die Analyse um zwei Aspekte erweitert werden: erstens um eine Analyse der Preis- und Mietentwicklung und zweitens um eine Analyse, wo sich die Erschwinglichkeit möglicherweise verschlechtert hat.

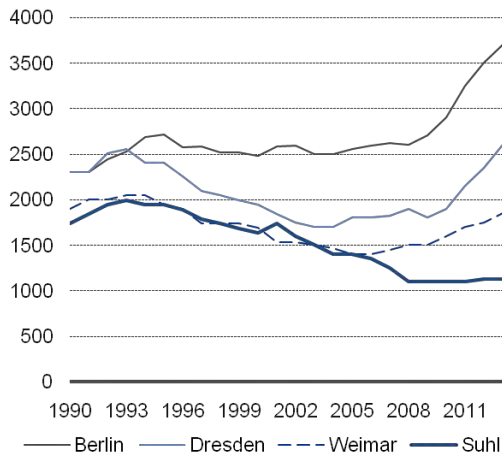
Preis- und Mietdynamik für Neubauwohnungen in den Regionen

Die Analyse der nationalen Mittelwerte von Mieten und Wohnungspreisen hatte gezeigt, dass eine spekulative Übertreibung wie in den USA, Spanien oder Irland vor der Finanzkrise derzeit für Deutschland nicht in den Daten zu erkennen ist. Doch solche nationalen Durchschnitts sind dann irreführend, wenn es gravierende regionale Unterschiede gibt. Tatsächlich legten die Wohnungspreise für Neubauten seit 2009 jährlich um rund 5,5 Prozent zu. Dies ist sicherlich eine deutliche Beschleunigung gegenüber den zehn davorliegenden Jahren, in denen die Wohnungspreise im Durchschnitt über alle Städte im Großen und Ganzen stagnierten. Die regionalen Unterschiede sind zudem ausgeprägt. In 48 deutschen Städten sind die Wohnungspreise seit 2009 jährlich um mehr als 5 Prozent gestiegen, in acht Städten sogar um mehr als 7,5 Prozent pro Jahr (Bamberg, Lüneburg (Stadt), Coburg, Schweinfurt, München, Mainz, Magdeburg, Konstanz (Stadt), Ulm, Hannover). Insgesamt wurden 2013 in rund 91 Städten die höchsten Preise seit 1990 vereinbart. Das heißt aber im Umkehrschluss auch, dass es im Jahr 2013 noch mehr als 35 Städte aus dem analysierten Datensatz gibt, die auch 2013 noch nicht ihre Höchststände erreicht hatten. In etwa jeder siebten Stadt liegen die Wohnungspreise heute sogar – trotz moderatem Anstieg in den letzten Jahren – unterhalb des langjährigen Mittelwerts.

Im Osten was Neues: Steigende Preise

13

Preise für Neubauwohnungen, in EUR/m²

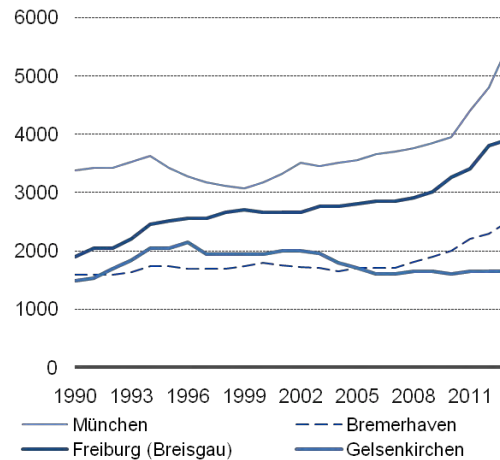


Quelle: BulwienGesa

Vier-Klassen-Gesellschaft im Westen

14

Preise für Neubauwohnungen, in EUR/m²



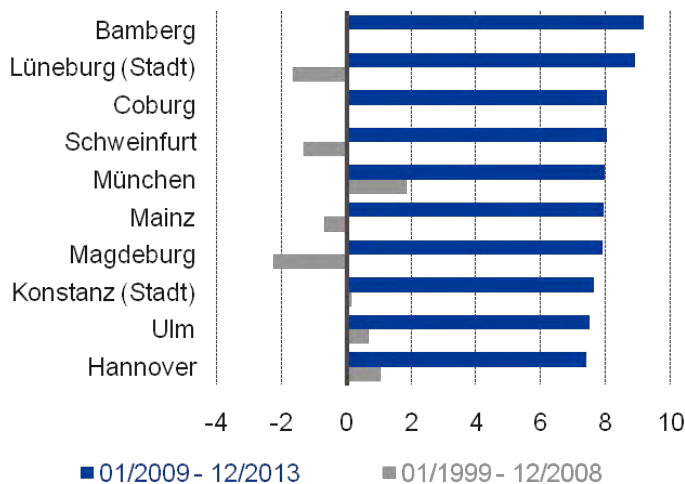
Quelle: BulwienGesa

Mit etwas Mut zur Vereinfachung lassen sich die westdeutschen Städte in vier Gruppen einteilen: erstens die großen sieben sogenannten A-Städte mit zuletzt deutlichem Preisanstieg, in denen die Preise auch in den zehn Vorjahren um rund 0,5 Prozentpunkte schneller stiegen als im westdeutschen Mittel. Zweitens Universitätsstädte, für die häufig eine sehr ähnliche Entwicklung festzustellen ist; allerdings ist hier die Logik für den Anstieg etwas anders als für die A-Städte. Daher kommen wir auf diesen Aspekt noch einmal gesondert zurück. Drittens Wendepunktstädte wie Bremerhaven oder Schweinfurt, die erst in jüngster Zeit sehr starkes Preiswachstum zeigen und zuvor lange Zeit eher unterdurchschnittliches Wachstum aufgewiesen hatten. Viertens gibt es strukturschwache westdeutsche Städte, die von dem allgemeinen Preisanstieg bisher kaum betroffen waren. Zu diesen Städten zählen vor allem Städte des Ruhrgebiets (wobei Bochum, Essen und Wuppertal hier eine deutliche Ausnahme bilden) sowie einige kleinere norddeutsche Städte. In den neuen Ländern gibt es neben Berlin nur zwei Gruppen: Städte mit sehr geringer Dynamik auf den Wohnungsmärkten (zum Beispiel Görlitz, Suhl, Chemnitz) und Städte, in denen die Preise zuletzt deutlich zulegten (Erfurt, Dresden, Leipzig, Weimar).

Beschleunigter Preisanstieg

15

Jährlicher Preisanstieg für Neubauwohnungen,
in % p.a.



Quelle: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Die aktuelle Marktbelebung folgt auf eine lang anhaltende Phase stagnierender Preise. In den zehn Jahren bis 2008 gab es in keiner deutschen Stadt einen Preiszuwachs von mehr als 2 Prozent pro Jahr. Selbst wenn man die euphorischen Jahre der Wiedervereinigung mit einrechnet, lassen sich nur zwei Städte mit mehr als 2 Prozent mittlerer Preissteigerung pro Jahr finden und weniger als 30 Städte mit einer mittleren Zuwachsrate von 1 Prozent.

Drei weitere Augenfälligkeiten sind bemerkenswert: Erstens gibt es für westdeutsche Städte quasi keinen Zusammenhang zwischen der aktuellen Preisdynamik in den letzten fünf Jahren und der Preisdynamik in den zehn Jahren bis 2008, das heißt, die aktuellen Wachstumsstars sind nicht zwingend auch die besten Städte der früheren Jahre. Zweitens lässt sich für Ostdeutschland indes ein sehr deutlicher Korrelationszusammenhang herstellen: Städte mit zuvor sehr deutlichen Schrumpfraten entwickeln sich tendenziell weiterhin unterdurchschnittlich. Die Polarisierung in den neuen Bundesländern schreitet also deutlich schneller voran als in den alten Bundesländern. Drittens gibt es mit Dresden, Jena, Leipzig, Magdeburg und Potsdam nach Berlin fünf weitere ostdeutsche Städte, in denen die Preise für Neubauwohnungen um über 5 Prozent pro Jahr seit 2009 zulegten. Es gibt offenbar auch in den neuen Ländern Anlagechancen und Knappheitstendenzen in gesuchten Lagen.

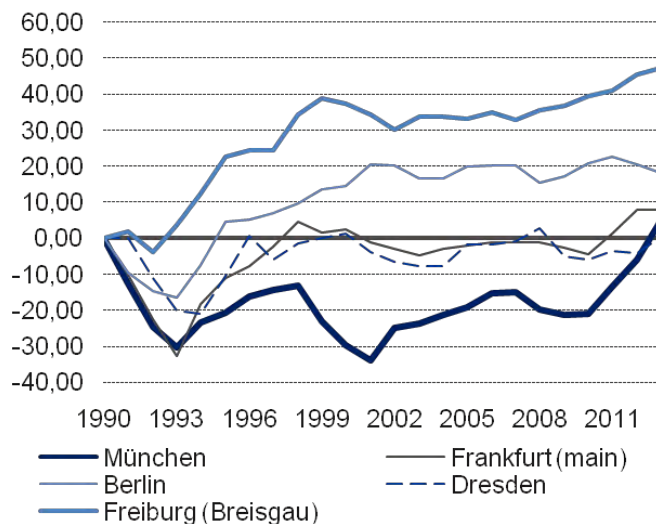
Dennoch bleibt für viele Marktbeobachter die Frage, ob es nun eine spekulative Übertreibung auf ausgewählten deutschen Wohnungsmärkten gibt oder nicht. Die wichtigste Referenzgröße hierfür dürfte der Vergleich von Mieten und Kaufpreisen sein. Wenn die Mieten genauso schnell wachsen wie die Kaufpreise, dann spiegelt der Preisanstieg wahrscheinlich zu einem großen Teil die gestiegene Nachfrage auf den Wohnungsmärkten wider. Tatsächlich gilt für München, dass die Preise zuletzt schneller anstiegen als die Mieten. In Abbildung 16 wurde die kumulierte Differenz aus dem Preis- und Mietwachstum dargestellt. Fällt die Kurve, steigen die Mieten schneller als die Preise, steigt die Kurve, gilt dies umgekehrt. Für München zeigt der Kurvenverlauf, dass es ähnlich heftige Marktumschwünge wie aktuell schon häufiger gab, dass es aber keinen langjährigen Trend gibt. Heute liegt diese Verhältniszahl nur marginal über dem Wert des Jahres 1990. Für Frankfurt und

Dresden gilt sehr Ähnliches. Hier zeigt sich seit Jahren ein recht ausgeglichenes Bild. In Berlin stiegen die Preise zwar bis in die zweite Hälfte der 1990er-Jahre schneller als die Mieten – wobei dies in beiden Städten eher an deutlichen Mietrückgängen in Einzeljahren gelegen hatte als an einer Preisrallye –, doch auch für diese Märkte ist seit über zehn Jahren keine Veränderung dieses Indikators zu erkennen. Einzig für Freiburg weist der Indikator seit Jahren auf eine signifikante Anspannung hin, die sich am aktuellen Rand noch einmal verschärft hat. In allen anderen hier dargestellten und tendenziell als gefährdet bezeichneten Märkten spiegelt der Preisanstieg weitgehend die Mietsteigerungen. Knappheit ist in diesen Städten das gravierende Problem und nicht spekulative Übertreibung. Dies ist für Anleger freilich eine gute Nachricht, denn Knappheit ist das wichtigste Argument, um als Kapitalmarktanleger auf dem Immobilienmarkt aktiv zu werden.

Preise und Mieten wachsen seit Jahren weitgehend synchron

Kumulierte Differenz aus Preis- und Mietwachstum für Neubauten, in %-P.

16



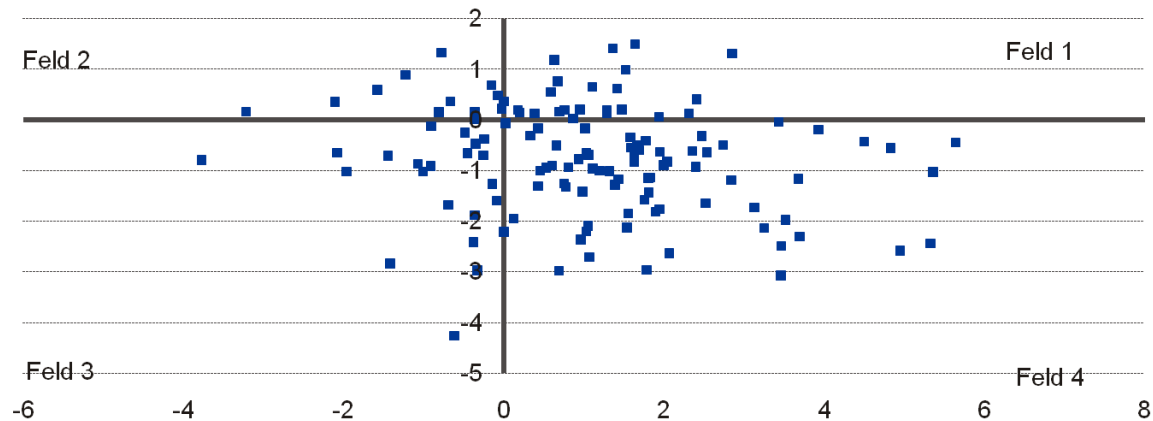
Quelle: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Insgesamt zeigt sich für die allermeisten untersuchten deutschen Städte ein ähnliches Bild, wie Abbildung 17 veranschaulicht: In dieser Darstellung sind auf der horizontalen Achse die Differenzen aus dem Preis- und Mietwachstum der letzten vier Jahre abgetragen und auf der vertikalen Achse die davorliegenden Differenzen aus Preisen und Mieten. Das Schaubild zeigt, dass die meisten Punkte im südöstlichen Quadranten liegen. Hier sind die Mieten bis 2008 schneller gestiegen als die Preise, und erst seit 2009 hat sich das Bild gedreht. Für diese Städte gab es in den letzten Jahren also eher einen Normalisierungsprozess als eine Übertreibung. Im nordöstlichen Quadranten könnte man am ehesten Übertreibungsmärkte vermuten, denn hier steigen die Preise seit 1998 schneller als die Mieten. Doch in diesem Quadranten sind lediglich Potsdam, Mönchengladbach und Krefeld als herausragende Märkte zu finden, wobei die absoluten Höhen des Preisanstiegs allein in Potsdam nennenswert waren (im Anhang findet sich dieses Schaubild mit einer getrennten Darstellung der A-Städte, ostdeutscher Städte und westdeutscher Mittelstädte).

Preise in den meisten Städten auf Normalisierungskurs

x-Achse: Differenz aus Preiswachstum und Mietwachstum 01/2009-12/2013 in %-P. pro Jahr
y-Achse: Differenz aus Preiswachstum und Mietwachstum 01/1999-12/2008, in %-P. pro Jahr

17



Feld 1: Preise wachsen sowohl in den letzten vier Jahren als auch in den zehn Jahren zuvor schneller als die Mieten (einzige Ausreißer sind Potsdam, Möchengladbach und Krefeld)

Feld 2: Mieten stiegen in den letzten vier Jahren schneller als die Preise, zuvor stiegen zehn Jahre die Preise stärker als die Mieten

Feld 3: Über den gesamten Analysehorizont seit 1998 stiegen die Mieten schneller als die Preise.

Feld 4: In den letzten vier Jahren stiegen die Preise schneller als die Mieten, zuvor stiegen allerdings zehn Jahre lang

Quelle: eigene Berechnungen auf der Basis von BulwienGesa

Gerade risikoaverse Investoren sollten weniger auf Wertänderungsrenditen als auf steigende Cashflow-Renditen achten, und dabei können sie eine ganze Reihe interessanter Städte außerhalb der sieben größten Städte finden. So kletterten zum Beispiel die Mieten unter anderem in Rostock, Trier, Passau, Saarbrücken, Dortmund und Zwickau in den letzten fünf Jahren um jeweils mindestens 4 Prozent und jeweils schneller als die Preise. In keiner dieser Städte gab es freilich in dieser Zeit sinkende Preise, das heißt, hier konnte gleichzeitig die Chance auf eine Wertänderung als auch eine steigende Cashflow-Rendite erzielt werden. In Rostock, Leipzig, Erfurt, Hannover und Bielefeld legten die Mieten ebenfalls um mindestens 4 Prozent zu bei ähnlich stark steigenden Preisen. Auch hier liegen also chancenreiche Märkte abseits der Trampelpfade.

Erschwinglichkeit hat sich teilweise deutlich verschlechtert

Eine spekulative Übertreibung lässt sich also für viele deutsche Städte mit guten Gründen bislang von der Hand weisen, weil die Mieten sich im Großen und Ganzen über lange Phasen sehr ähnlich wie die Preise entwickelt haben. Dies ist jedoch für Familien, die Wohneigentum möchten, dann nur ein schwacher Trost, wenn der Hauskauf für sie unerschwinglich geworden ist. Tatsächlich hat sich insbesondere in den westdeutschen Ballungsräumen sowie in Berlin im Zuge des Anstiegs der Wohnungspreise die Erschwinglichkeit – hier wieder gemessen als einfache Relation aus Wohnungspreisen zur Kaufkraft im Jahr 2013 – zum Teil erheblich verschlechtert. Der Anstieg des Erschwinglichkeitsindikators in Berlin, Hamburg oder München um über 4 Prozentpunkte entspricht immerhin einem Anstieg in der Größenordnung des halben Erschwinglichkeitsindikators in den besonders erschwinglichen Regionen Ostdeutschlands.

Erschwinglichkeit hat sich in großen Städten verschlechtert

Preis für Neubau in Relation zur Kaufkraft

18



Quellen: BulwienGesa, Destatis, eigene Berechnungen

Bemerkenswert hierbei ist, dass es einen sehr deutlichen positiven Zusammenhang zwischen der Höhe des Erschwinglichkeitswerts im Jahr 2013 und dem Anstieg des Indikators seit 2008 gibt: Weniger erschwingliche Orte wie München oder Berlin haben in den letzten vier Jahren offenbar weiter an preislicher Attraktivität verloren. Im Anhang ist die Abbildung 19 noch einmal mit drei unterschiedlichen Städtegruppen dargestellt (Abbildung 36). Dies veranschaulicht, dass insbesondere die Neubauwohnungen in A-Städten im Vergleich zu den anderen deutschen Städten wenig erschwinglich sind und zuletzt sogar deutlich an Erschwinglichkeit eingebüßt haben. Und weil die Mieten eben ähnlich stark gestiegen sind wie die Preise, haben auch Mieter in diesen Städten in den letzten Jahren letztlich einen Kaufkraftverlust durch steigende Mieten hinnehmen müssen.

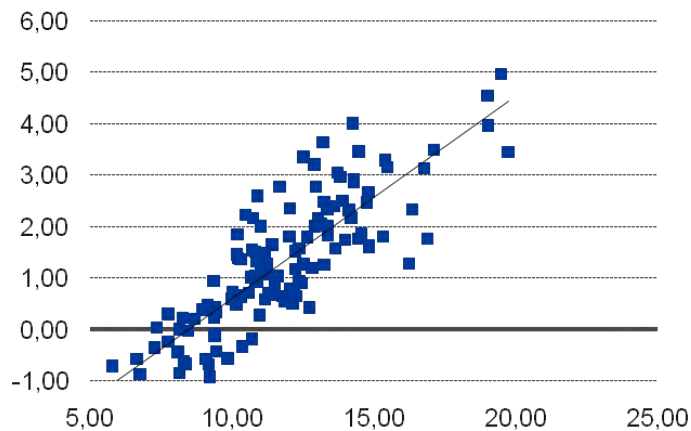
Natürlich ist die Regelung einer Mietpreisbremse angesichts solch einer Marktentwicklung in einem Wahlkampfjahr politisch nachvollziehbar; ökonomisch sinnvoll ist sie dadurch freilich nicht, denn letztlich werden nicht nur die Anreize reduziert, durch Bautätigkeit die echten Knappheitsprobleme zu beseitigen, sondern es wird sogar der Gradmesser für die Knappheit, der Preis, kaputt gemacht. Das ist so, als würde man das Fieberthermometer zerstören, weil man Fieber hat.

Wohnungen in "teuren" Städten weniger erschwinglich

19

x-Achse: Erschwinglichkeit, 12/2013

y-Achse: Erschwinglichkeit, 01/2009 - 12/2013



Erschwinglichkeit ist hier die Relation aus dem Preis für eine Neubauwohnung von 100 m² zur Kaufkraft eines Haushalts.

Quellen: BulwienGesa, Destatis, eigene Berechnungen

Bei all diesen Rechnungen ist jedoch sehr wichtig, darauf hinzuweisen, dass die Höhe der Zinsen nicht berücksichtigt wurde. Berücksichtigt man dies, sind Wohnungspreise in allen deutschen Städten noch immer erschwinglicher als im langjährigen Mittel. Sollten die Zinsen mittelfristig jedoch steigen, droht dieses Bild sich rasch zu ändern. Bei der Analyse zuvor ging es jedoch weniger um den Vergleich in der Zeit, sondern um den Vergleich zwischen Standorten, und dieser zeigt gravierende Unterschiede. Bemerkenswert ist hieran, dass die erodierende Erschwinglichkeit in vielen Städten noch nicht mehr Menschen wieder in die Vororte und weiteren Verflechtungsgürtel drängt. Allerdings hat der Preisanstieg 2013 deutlich mehr Städte erfasst als in den vorhergehenden Jahren, dies deutet auf „Sickereffekte“ hin.

Besonders gute Lagen sind nicht immer die besonders guten Lagen

Es lohnt, noch genauer hinzuschauen: Gerade in den Metropolen im Westen ist das Interesse von in- und ausländischen Kapitalanlegern insbesondere auf die Top-Quartiere gerichtet, also zum Beispiel auf Wohnungen in Berlin-Mitte oder im Frankfurter Westend oder in Hamburg-Harvestehude.

In diesen Quartieren stiegen die Preise zum Teil deutlich schneller als die Mieten. Ähnliches galt in den letzten Jahren auch für die guten Lagen in den Ballungsgebieten. Für Anleger ist es daher wichtig, dass der Nachfrageanstieg natürlich nicht auf die sehr guten und guten Lagen beschränkt blieb, sondern auch in den einfachen Wohnlagen stattfand. Zwar legten in den einfachen Lagen häufig die Preise nicht ganz so stark zu wie in den Top-Lagen, doch überstieg das Mietwachstum in vielen einfachen Lagen das positive Preiswachstum dort – zum Teil um 1 bis 3 Prozent pro Jahr.

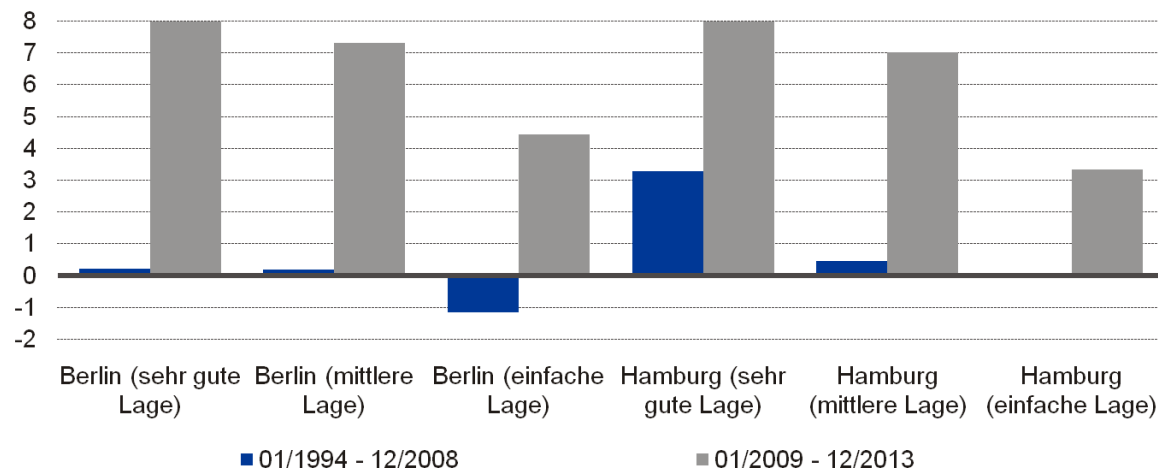
Während in den Top-Lagen also letztlich eine hohe Wertänderungsrendite mit einer rückläufigen Mietrendite „erkauft“ wird, hat man in vielen einfachen Lagen zuletzt bei steigenden Preisen sogar steigende Auszahlungsrenditen realisieren können. Für risikoabgeneigte Investoren ist eine hohe Auszahlungsrendite attraktiv, da sie nicht erst auf realisierte zukünftige Wertänderungen abhebt. Die Abbildungen 20 und 21 zeigen, dass in allen drei Lagekategorien in den letzten vier Jahren

nennenswerte Preiszuwächse realisiert wurden, dass diese jedoch tendenziell in den einfachen Lagen geringer ausfielen als in den guten und sehr guten Lagen. Jedoch gibt es nur in den einfachen Lagen eine positive Wachstumsdifferenz aus Mieten und Preisen.

Preisauftrieb nicht nur in den Spitzenlagen

20

Wohnungspreisentwicklung, in % p.a.



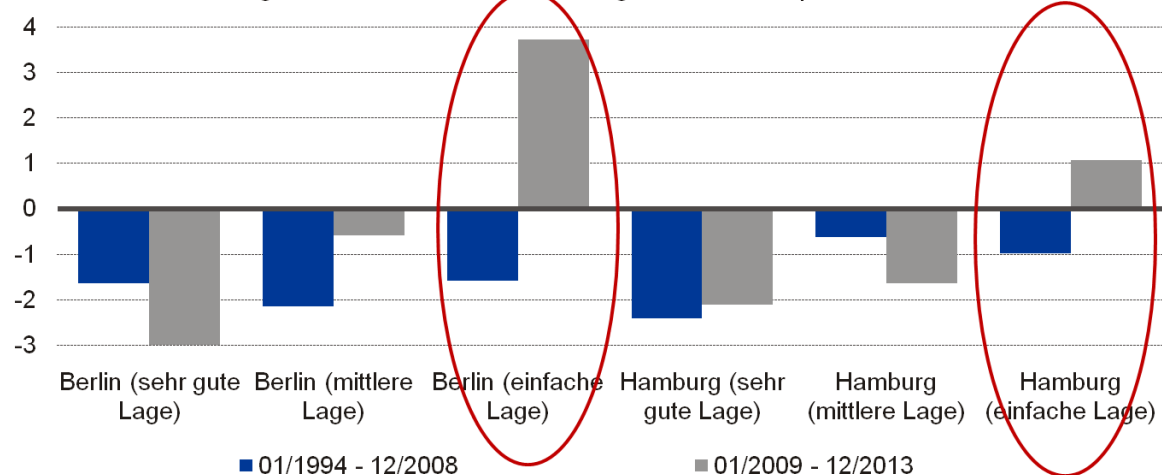
Quellen: BulwienGesa, IREBS

Letztlich ist diese Asymmetrie der Entwicklung plausibel: Mieten spiegeln die direkte Nachfrage nach Wohnraum, die Preisentwicklung ist zum Teil auch auf Entwicklungen in den Anlagepräferenzen zurückzuführen. In den einfachen Lagen wuchs die Nachfrage, weil sich die Arbeitsmärkte in den letzten Jahren sehr vorteilhaft entwickelten und weil es starke Nettozuwanderung nach Deutschland gegeben hat. Insgesamt zogen seit 2011 nach ersten Schätzungen über 1 Million Menschen mehr nach Deutschland als das Land verließen. Die Zuwanderung aus Süd- und Osteuropa erfolgt häufig in die Kernstädte der Ballungsräume – und dort eben bevorzugt in die einfachen Lagen. Es ist unwahrscheinlich, dass dieser Trend 2014 aufhören wird. Kapitalanleger sollten daher die Anlagechancen in den einfachen Lagen berücksichtigen.

Die Top-Lagen sind nicht immer Top!

21

Mittlere Mietentwicklung minus mittlere Preisentwicklung, in %-Punkten p.a.



Quellen: BulwienGesa, IREBS

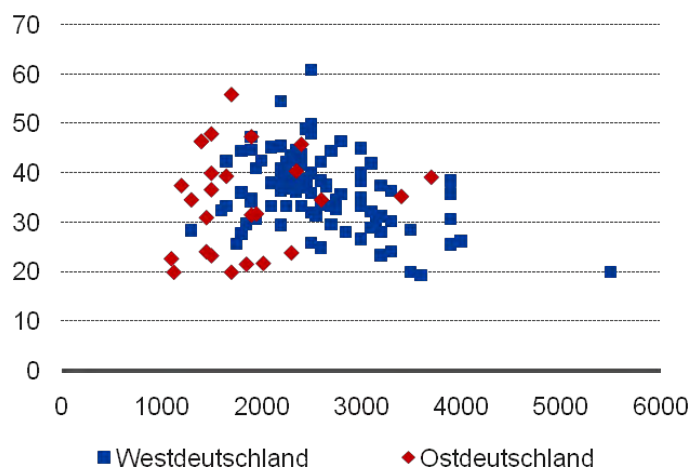
Bestandswohnungen in deutschen Städten

Wohnungen im Bestand kosten pro Quadratmeter im Durchschnitt der deutschen Städte ein Drittel weniger als Neubauwohnungen. Dieser Preisabschlag hat mehrere Gründe: Erstens entsprechen neue Wohnungen den aktuellen Präferenzen und Bedürfnissen der Menschen – zum Beispiel hinsichtlich der Wohnungszuschnitte – eher als ältere Wohnungen. Zweitens sind neue Wohnungen in der Regel energetisch effizienter als Bestandswohnungen, die Nebenkosten fallen folglich geringer aus. Es gibt aber erhebliche Abweichungen von dieser Daumenregel, dass Neubauten immer deutlich teurer sind als Altbauten: In Greifswald, Heidelberg, München, Regensburg oder Suhl beläuft sich der Abschlag auf lediglich rund 20 Prozent; in Albstadt, Bremerhaven, Chemnitz und Wuppertal sind es hingegen 50 Prozent und mehr. Die Höhe des Abschlags ist stadtspezifisch, sie korreliert weder mit der Höhe der Wohnungspreise noch mit der Dynamik einzelner Marktsegmente. Dies spricht dafür, dass sich Investoren sehr genau mit den einzelnen Märkten und damit, wie hoch der marktadäquate Abschlag für eine Bestandswohnung ist, auseinandersetzen müssen. Lokale Kenntnis ist offenbar wichtig, und die mittlere Qualität von Bestandswohnungen ist wohl auch je nach Stadt sehr uneinheitlich.

Neubaupreise immer höher als Bestandspreise

22

x-Achse: Preis für Neubauwohnung (EUR/m²)
y-Achse: Preisabschlag für Bestandswhng (%)



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Im Durchschnitt legten die Bestandswohnungspreise in deutschen Städten in den letzten fünf Jahren um nahezu 5 Prozent pro Jahr zu und damit um knapp 1 Prozentpunkt weniger als die Neubaupreise. Dies bedeutet allerdings auch, dass es in einigen Städten auch im Bestand sehr deutliche Preisanstiege zu verzeichnen gab. Natürlich sind die beiden Teilmärkte eng verbunden – es gibt eine positive Korrelationsbeziehung. Allerdings fallen ein paar gravierende Unterschiede auf: Während es nur einen Markt gibt, in dem die Wohnungspreise in den letzten fünf Jahren für Neubauten fielen, sind es im Bestand knapp ein Dutzend Märkte. In einigen Teilmärkten koexistieren deutlich erodierende Wohnungspreise für Bestandswohnungen mit deutlichen Preisanstiegen im Neubau. Dies sind überwiegend ostdeutsche Städte, wo es ein Überangebot an noch unsanierten Wohnungen und aufgrund dessen nur niedrige Fertigstellungszahlen von modernen Wohnungen gibt. Die Chancen beschränken sich in Dresden, Zwickau, Plauen oder Halle also vor allem auf die neuen oder

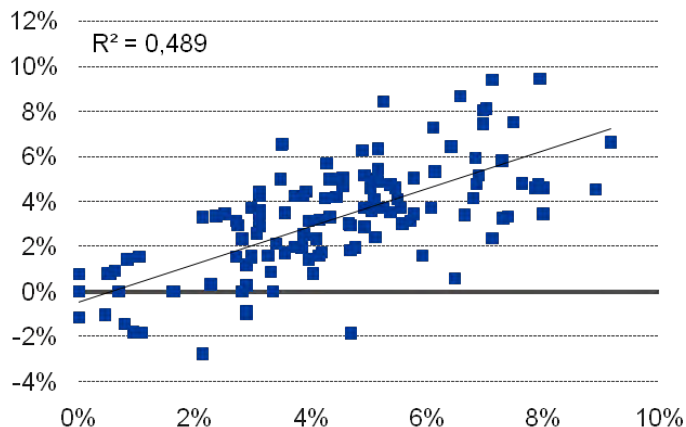
neuwertigen Wohnungen. Doch auch diese Logik trägt nicht überall: Unter den zehn deutschen Städten mit den jeweils stärksten Wohnungspreisanstiegen für Bestandswohnungen ist Rostock als ostdeutsche Stadt vertreten. Die Top 5 bilden München, Regensburg, Ingolstadt, Landshut und Hamburg; Berlin rangiert mit rund 5,7 Prozent Preisanstieg pro Jahr „nur“ unter den Top 20.

Enger Zusammenhang nicht überall gewährleistet

23

x-Achse: Preise für Neubauwohnungen

y-Achse: Preise für Bestandswohnungen



Es wurden die jeweiligen jährlichen Wachstumsraten für die zwei Marktsegmente abgebildet.

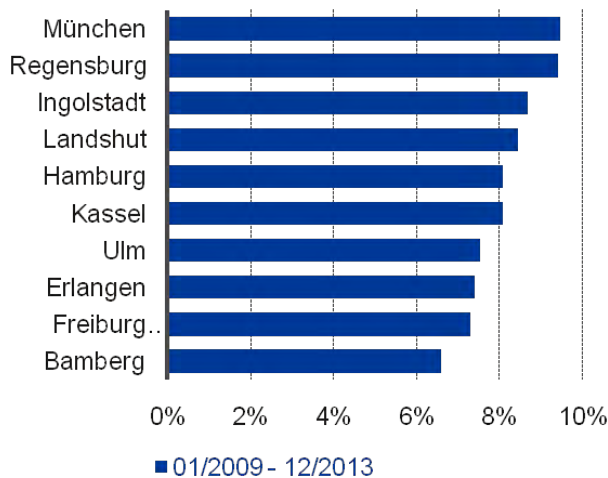
Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Auch für Bestandswohnungen lässt sich zeigen, dass in etwa der Hälfte der untersuchten Städte die Mieten selbst in den letzten fünf Jahren schneller gestiegen sind als die Wohnungspreise. Allerdings ist hierbei auffällig, dass insbesondere in den wirtschaftsstarken Metropolen im Westen die Preise spürbar stärker stiegen als die Mieten. Dies gilt zum Beispiel für München, für Hamburg sowie für einige Universitätsstädte (Heidelberg, Erlangen, Bayreuth, Karlsruhe, Freiburg). In vielen ostdeutschen Städten sowie in einigen Städten des Ruhrgebiets legten die Mieten indes stärker zu als die Preise (oft weil diese sanken). Freilich lohnt auch hier genaues Hinsehen, denn für Frankfurt am Main oder Stuttgart bestand in den letzten vier Jahren ein deutlicher Spread zwischen Mietwachstum und Preiswachstum.

Starker Anstieg nicht nur in den Metropolen

24

Preisanstieg für Bestandswohnungen, in % p.a.



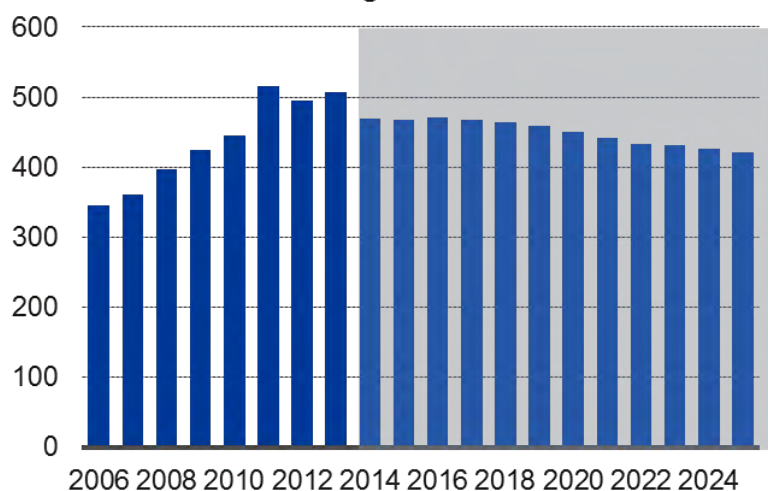
Quelle: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Sowohl die Analyse der Bestandswohnungsmärkte als auch die Analyse der Neubauwohnungsmärkte hat gezeigt, dass gerade Universitätsstädte in den letzten Jahren unter jenen Märkten mit dem größten Preis- und Mietdruck nach oben waren. Dies ist natürlich plausibel, da die Umstellung der Gymnasialzeit von neun auf acht Jahre sukzessiv doppelte Studienjahrgänge produziert hat. Auch die Aussetzung der Wehrpflicht zum 1. Juli 2011 hat natürlich einen temporären Zusatzimpuls bewirkt. Insgesamt nahm die Zahl der Studienanfänger seit 2006 um über 150.000 Personen zu. Folgt man jedoch den aktuellen Prognosen der Kultusministerkonferenz (KMK) ist es mit diesem Anstieg nun vorbei. Die KMK erwartet für die nächsten Jahre, dass die Zahl der Studienanfänger zunächst noch etwa fünf Jahre stabil, aber deutlich niedriger als 2013 ausfallen wird und danach allmählich zu sinken beginnt. Im Jahr 2025 könnte es dann fast 100.000 weniger Studienanfänger in Deutschland geben als 2013. Investoren sollten diese Entwicklung ernst nehmen und hier den starken Mietanstieg der letzten Jahre für ihre Investitionsrechnungen nicht in die Zukunft fortschreiben. Das demografische Risiko zu geringer Geburtenhäufigkeiten wird zwar aktuell durch höhere Studienquoten kompensiert, doch dieser Effekt trägt ebenso wie die Verkürzung der gymnasialen Ausbildungszeit nicht mehr sehr lange. Immerhin zeigen die Prognosen der KMK auch, dass es zu keinem heftigen Kollaps der Nachfrage in den kommenden Jahren kommt. Als Kurzfrisrisiko sollten Investoren jedoch beachten, dass in einigen Bundesländern wieder längere Gymnasialzeiten zur Wahl gestellt werden.

Zahl der Studienanfänger stark gestiegen

25

Zahl der Studienanfänger, in '000



Quellen: Destatis, Prognose KMK

Weniger Dynamik bei Ein- und Zweifamilienhäusern

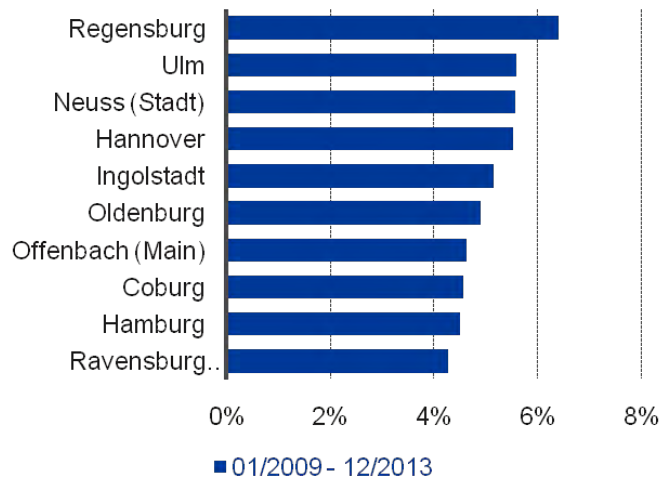
Wohnungsmärkte sind verbundene Märkte: Wenn sich die Preise in dem einen Marktsegment nach oben bewegen, reagieren andere Segmente, freilich mit abgeschwächtem Impuls. Die Nachfrage zog in den letzten vier Jahren insbesondere für innerstädtische Wohnungen an, weil sehr viel Zuwanderung aus dem Ausland und der Peripherie in die Kernstädte erfolgte und weil die sinkende Arbeitslosigkeit für moderat steigende Löhne sorgte. Diese Mehrnachfrage wurde auch auf dem benachbarten Markt für Ein- und Zweifamilienhäuser bemerkbar. Allerdings sind hier drei wichtige Dinge augenfällig: Erstens war der Preisanstieg spürbar geringer als für Bestands- und insbesondere für Neubauwohnungen. Eigenheime verteuerten sich in den letzten fünf Jahren deutschlandweit um nicht mehr als 2,5 Prozent pro Jahr – also in etwa im Rahmen der allgemeinen Teuerung. Freilich hat sich der Preisanstieg hier zuletzt deutlich verstärkt: 2013 lag der mittlere Preisanstieg etwa doppelt so hoch wie in den vier Jahren zuvor – auch dies belegt eindrucksvoll die Verbundenheit der Märkte, dass der Preisanstieg in den Innenstädten 2013 nach draußen in die Eigenheimmärkte zu drücken begann. Zweitens gibt es erhebliche regionale Unterschiede. Die Spanne zwischen den höchsten und den niedrigsten jährlichen Preiszuwächsen beläuft sich auf nicht weniger als knapp 9 Prozentpunkte pro Jahr. In Hannover, Ingolstadt, Neuss (Stadt), Regensburg und Ulm kletterten die Preise um mehr als 5 Prozent, in Suhl sanken sie um 2,5 Prozent pro Jahr. Insgesamt ist die Streuung um den nationalen Mittelwert in diesem Segment deutlich kleiner als für die Eigentumswohnungen – die Hälfte der untersuchten Eigenheimmärkte weist Preiszuwächse in der Spanne von –1,5 und +1,5 Prozent pro Jahr aus. Es gibt nur 14 Märkte, in denen die Eigenheimpreise um mindestens 4 Prozent pro Jahr zulegten, und nur drei Städte, in denen sich der jährliche Preisrückgang auf mehr als 1 Prozent pro Jahr belief. Drittens gibt es unter den Top 20 im Eigenheimsegment fünf ostdeutsche Städte; von 2009 bis 2012 waren sogar vier ostdeutsche Städte in den Top 10. Hier zeigt sich noch immer, dass es bei Eigenheimen eine aufgestaute Nachfrage gibt, die aufgrund von relativ hohen Wohnungsleerständen im Bestandswohnungsmarkt nicht durch umfangreichen Baulandausweis aufgefangen wird. Daher ist für die nächsten Jahre für die strukturstarken ostdeutschen Städte auch weiterhin mit überdurchschnittlichen Preiszuschlägen im Eigenheimsegment zu rechnen. Die

„Verdrängung“ aus den Top 10 lag weniger an einer Schwäche der ostdeutschen Märkte als vielmehr an der relativen Stärke der Ballungszentren im Westen 2013.

Auch Eigenheime legen in einigen Regionen deutlich zu

26

Preisanstieg für Ein- und Zweifamilienhäuser in % p.a.



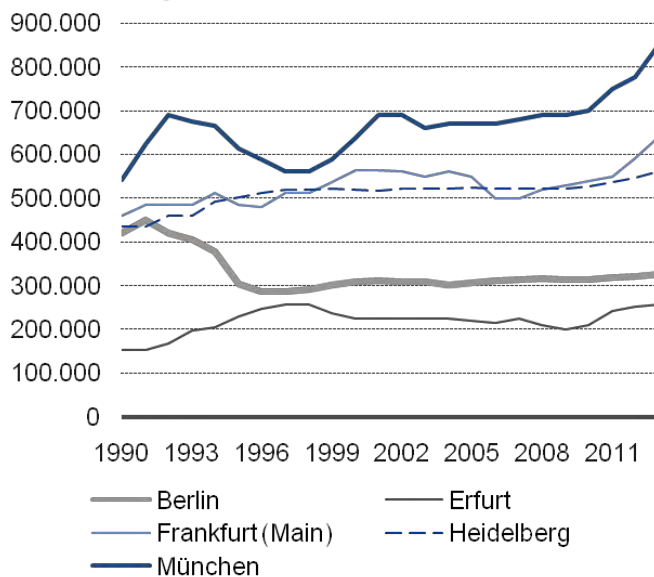
Quelle: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Neben der uneinheitlichen Wachstumsdynamik in den letzten Jahren zeigt der Blick auf die längerfristigen Entwicklungen wichtiger Städte, dass es nicht nur erhebliche Niveauunterschiede gibt – die Preise für ein Eigenheim in München sind mehr als doppelt so hoch wie jene in Berlin und etwa dreimal so hoch wie die Preise in Erfurt –, sondern dass die Märkte sich zumindest in den letzten fünfzehn Jahren als weitgehend stabil erwiesen haben. Es gab zwar nur geringe Wertzuwächse, jedoch gleichzeitig auch nur geringfügige Wertverluste in Einzeljahren. Hier zeigen sich zum Teil die restriktive Fremdkapitalvergabe deutscher Banken sowie das insgesamt stabile Finanzierungsumfeld in der Baufinanzierung. Ein Teil dieser Stabilität rührt freilich auch daher, dass der Eigentumserwerb für viele Sparer eine sehr große Motivation darstellt, die eigene Ersparnisbildung zu erhöhen, um den Erwerb zu ermöglichen. So wird der Immobilienkauf gleichzeitig zum Stabilisator in der Altersvorsorge, weil der Anreiz zum Sparen erhöht wird.

Sehr unterschiedliche Verläufe auch für Preise von Eigenheimen

27

Preis für Eigenheime, in EUR



Quelle: BulwienGesa

Mit Blick nach vorne dürften sich insgesamt in dem geringeren Anstieg der Eigenheimpreise bereits die ersten Vorboten der demografischen Entwicklung zeigen. In den nächsten Jahren wird sich eine stetige Verschiebung in der Haushaltsstruktur zeigen: Die Zahl zusätzlicher junger Haushalte wird abnehmen. Dies engt die Zusatznachfrage nach Familienhäusern mit Garten ein. Gleichzeitig wächst die Zahl der Haushalte mit Personen über 65 Jahren. Hiervon verhalten sich die meisten Haushalte zwar insofern remanent, dass die Betroffenen in ihren Wohnungen und Häusern möglichst lange bleiben möchten, doch ist es plausibel, dass die Umzugsbereitschaft in den nächsten Jahren (etwas) zunimmt. Dadurch könnte es ein zusätzliches Angebot an Eigenheimen in den nächsten Jahren geben. Es ist folglich plausibel, dass in den kommenden Jahren die Preise für Eigenheime weiterhin langsamer steigen als die Preise für innerstädtische Wohnungen.

Immobilien als Kapitalanlage

Anleger können aus einer großen Zahl von Anlageformen wählen. Sie können zum Beispiel Aktien, Anleihen oder Immobilien erwerben. Jede dieser Anlageformen hat sehr spezifische Risiko-Rendite-Strukturen. Wie Markowitz bereits 1952 zeigen konnte, ist es für die allermeisten Anleger sinnvoll, ihr Portfolio über mehrere Vermögenswerte zu verteilen. Bei gleichbleibender Renditeerwartung können sie durch diese Portfoliodiversifikation das Anlagerisiko reduzieren. Für die praktische Umsetzung muss der Anleger sowohl die Auswahl und Gewichtung einzelner Vermögenswerte *innerhalb einer Anlageklasse* (zum Beispiel die Auswahl unterschiedlicher Aktien) als auch die Aufteilung des Vermögens *auf verschiedene Anlageklassen (Asset Allocation)* vornehmen. Viele Studien zeigen unterdessen, dass die Beimischung von Immobilien in einem Portfolio aus beispielsweise Aktien, Anleihen und Geldmarktfonds stabilisieren kann. Es ist daher in vielen Fällen sinnvoll, dass Anleger Immobilien grundsätzlich in ihrer Asset Allocation berücksichtigen.¹

Allerdings ist richtig, dass Immobilien sehr spezifische Anlagegüter sind; jede Immobilie ist eigen, daher darf aus der allgemeinen Schlussfolgerung nicht direkt auf alle einzelnen Objekte geschlossen werden. Im Gegensatz zu Aktien, Anleihen und Geldmarktfonds besteht bei Immobilien sowohl die Möglichkeit, Finanztitel (beispielsweise Immobilienfonds) zu erwerben, als auch *direkt* in den Vermögenswert zu investieren, beispielsweise durch eine vermietete oder selbst genutzte Eigentumswohnung. Eine selbst genutzte Wohnimmobilie ist zudem immer mehr als ein Investitionsobjekt, denn letztlich nutzt man die Immobilie direkt. Neben der Rendite entsteht Konsumnutzen. Dieser kann eine weniger rentierliche Immobilie rechtfertigen.

Im Folgenden wird gezeigt, wie Immobilien zur Risikoreduktion in einem Portfolio aus verschiedenen Anlageklassen (*Mixed-Asset Portfolio*) beitragen können und welche Gründe darüber hinaus für die Investition in Immobilien sprechen. Weiterhin wird dargestellt, welcher Anteil des Gesamtvermögens sinnvollerweise in Immobilien investiert werden sollte und wie das Immobilienportfolio dabei zu strukturieren ist. Wichtig ist hierbei, dass die Studien in der Regel allein auf den monetären Renditeaspekt abheben – der Konsumnutzen wird üblicherweise nicht modelliert. Für Kapitalanleger ist dieser Blick in der Regel geeignet, für private Selbstnutzer greifen diese Analysen zu kurz. Für diese Käufergruppen liegt die Immobilienquote in der Regel zu Recht höher als in den Studien empfohlen.

Immobilien im gemischten Portfolio

Moderne Portfoliotheorie

Zur Optimierung der Asset Allocation werden Portfolios anhand von zwei Kennzahlen beurteilt: anhand der (erwarteten) Portfoliorendite und des Anlagerisikos, das durch die Schwankung (*Volatilität*) der Portfoliorendite im Zeitablauf gemessen wird. Die Rendite besteht aus zwei Komponenten, zum einen aus der Einkommenskomponente, also Mieteinnahmen im Fall von Immobilien, Dividenden und Kupons im Fall von Aktien und Anleihen, zum anderen aus der Kapitalwertkomponente (Wertveränderungen der entsprechenden Vermögenswerte). Die Volatilität ist ein Maß für die Unsicherheit der Wertentwicklung einer Anlageklasse.

¹ Eine der ersten Studien dieses Themenkomplexes stammt von Friedman (1971). Besonders hervorzuheben sind weiterhin die umfangreichen Arbeiten von Hoesli et al. aus den Jahren 2003, 2004 und 2007.

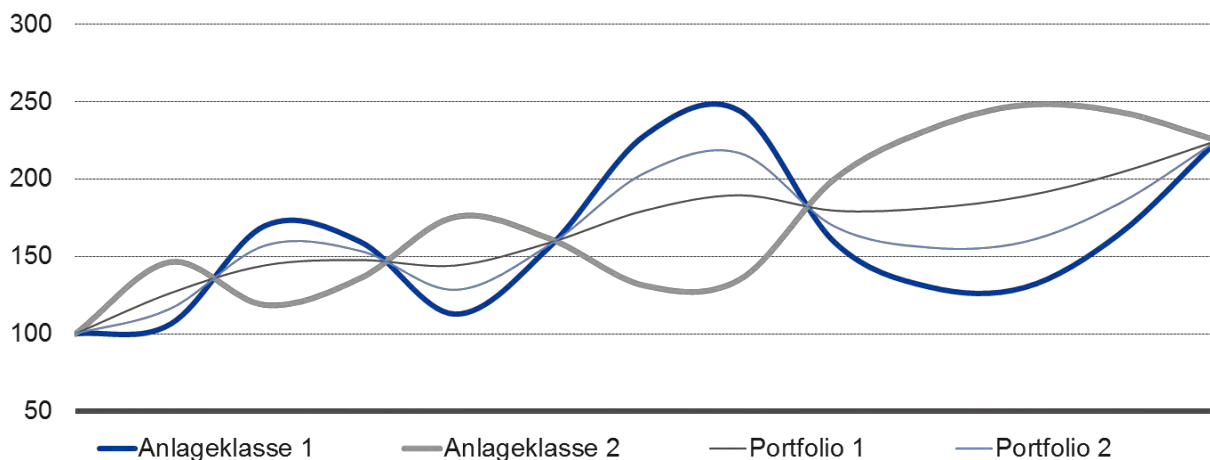
Für ein Portfolio gelten solche Mischungen aus unterschiedlichen Anlagen als effizient, die für ein bestimmtes Maß an Risiko die höchstmögliche Rendite erzielen beziehungsweise für eine bestimmte Zielrendite mit einer minimalen Volatilität auskommen. Häufig ist die Mischung in einem Portfolio sinnvoll, dann nämlich, wenn die Renditen im Zeitablauf unterschiedlichen Zyklen unterliegen. Gibt es Phasen, in denen Aktienkurse sinken, nicht aber die Mieten oder Preise von Immobilien, dann kann man sein Portfolio durch Streuung stabiler aufstellen. So kann durch entsprechende Gewichtung der einzelnen Anlageklassen im Portfolio eine Glättung der Wertschwankungen erzielt werden. Das Risiko des Portfolios ist dann bei gleichen Zielrenditen aufgrund der geglätteten Wertschwankungen *kleiner als* das durchschnittliche Risiko der enthaltenen Anlageklassen. Abbildung 28 verdeutlicht dieses Prinzip:

Diversifikation kann die Wertentwicklung im Portfolio glätten

28

x-Achse: Zeit in Jahren

y-Achse: Indexierte Wertentwicklung der Anlageklassen und Portfolios



Quelle: IREBS

Zwei risikobehaftete Anlageklassen entwickeln sich in der Zeit sehr unterschiedlich. Sie bilden bei optimaler Gewichtung (hier: 50 Prozent und 50 Prozent) das *Portfolio 1* mit deutlich reduziertem Risiko – bei identischer Renditeerwartung gegenüber beiden einzelnen Anlageklassen. Im Fall von *Portfolio 2* beträgt das Verhältnis von *Anlageklasse 1* zu *Anlageklasse 2* 75 Prozent und 25 Prozent. *Portfolio 2* weist gegenüber *Portfolio 1* (bei identischer Renditeerwartung) ein deutlich höheres Risiko auf und ist somit nicht effizient.

Immobilien im Anlagemix

Aktuelle Studien zeigen, dass für die letzten Jahre Anleger dann effiziente Portfolios erzielten, wenn sie neben Aktien und Anleihen auch bis zu 25 Prozent in Immobilien investiert waren.² Die genauen Empfehlungen schwanken je nach Studie, weil das konkrete Untersuchungsdesign sich unterscheidet. Diese Effizienzpotenziale ließen sich sowohl durch direkte als auch durch indirekte Anlagen erzielen, wobei der kurzfristige Diversifizierungsvorteil bei direkten Immobilienanlagen größer ausfällt als bei indirekten Anlagen. Ausschlaggebend für den Effizienzgewinn gegenüber Portfolios ohne Immobilieninvestitionen ist der gegenüber dem Aktienmarkt in weiten Teilen

² Vgl. Hoesli, M. et al. (2003), S. 55–56, S. 58, oder Hoesli, M. et al. (2004), S. 191–192, oder Hoesli, M. / Lizieri, C. (2007), S. 54, S. 59, oder Brounen, D. et al. (2009), S. 24, oder Bond, S. A. et al. (2006), S. 8–9, S. 11–12, oder Lee, S. / Stevenson, S. (2006), S. 133, oder Booth, P. (2002), S. 190, oder Craft, T. M. (2001), S. 20, oder Chun, G. H. et al. (2000), S. 471, oder Ziobrowski, B. J. / Ziobrowski, A. J. (1997), S. 113–115.

unabhängige Renditeverlauf von Immobilien. Für Selbstnutzer könnte dann der Immobilienanteil noch höher sein, wenn sie dem Konsumnutzen der eigenen Immobilie mehr als nur einen monetären Wert zurechnen oder wenn die eigenen vier Wände in besonderem Maße die Sparneigung von Konsumenten befeuern. Tatsächlich gibt es deutliche empirische Hinweise dafür, dass private Immobilieneigentümer eine höhere Sparquote aufweisen als Mieterhaushalte. Selbst genutzte Immobilien könnten dann nicht nur durch den Diversifikationseffekt, sondern auch durch den Mengeneffekt der höheren Sparquote für ein wachsendes Vermögen sorgen (vgl. Braun, 2013, und Just, 2014).

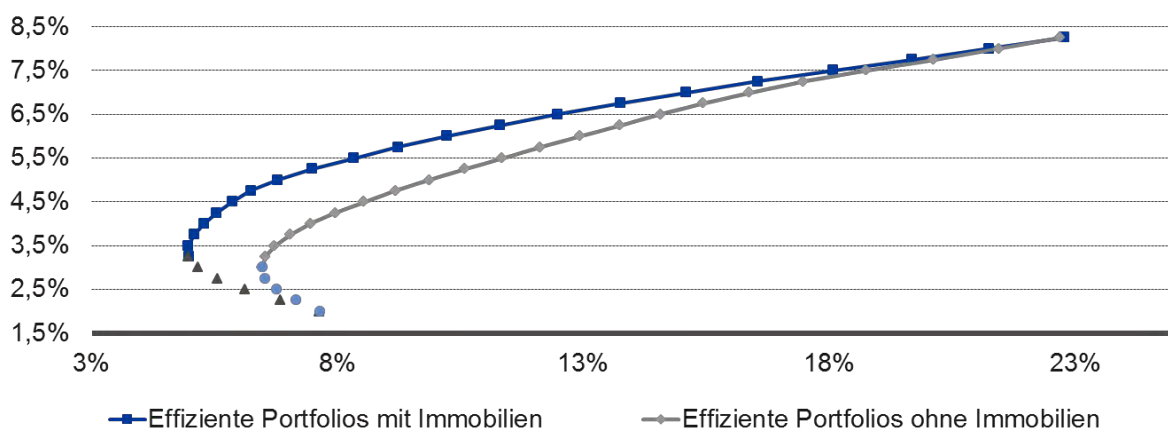
Wir haben für die Abbildung 29 effiziente Portfolios aus deutschen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, unterschiedlichen Aktienportfolios und direkten und indirekten Immobilien zusammengestellt. Die Darstellung veranschaulicht, dass für alle Zielrenditen das Anlagerisiko durch die Berücksichtigung von Immobilien deutlich gesenkt werden kann beziehungsweise dass die Rendite bei einem bestimmten Risiko deutlich erhöht werden kann – um teilweise 150 Basispunkte im unteren Risikobereich. Daneben zeigt die Abbildung, dass Renditegewinne vor allem für vorsichtige Anleger groß sind, risikofreudige Anleger können vor allem stark auf Aktien setzen. Außerdem zeigt die Analyse, dass in dieser Rechnung der Immobilienanteil sogar bis zu 35 Prozent betragen kann (vgl. Abbildung 30). Da hier verschiedene Anlageklassen in der Schätzung fehlen, ist der Immobilienanteil sogar höher als in anderen wissenschaftlichen Studien. Die Darstellung zeigt auch, dass Immobilien nicht die risikoärmste Anlageform darstellen, denn erst ab einer Zielrendite von 3,5 Prozent (und damit verbunden mit einem höherem Anlagerisiko) wird der Anteil von knapp 30 Prozent Immobilien im Portfolio erreicht. Zudem bleibt der Anteil über einen sehr großen Anlagebereich nahezu konstant. Auch dies spricht dafür, dass Immobilien spezifischen Risiken ausgesetzt sind, die sich zur Risikoreduktion im Gesamtportfolio eignen; Immobilien sind jedoch nicht risikolos.

Immobilien erhöhen Portfolioeffizienz

x-Achse: Volatilität gemessen als Standardabweichung der Rendite, in %

y-Achse: Renditeerwartung für das Portfolio, in %

29



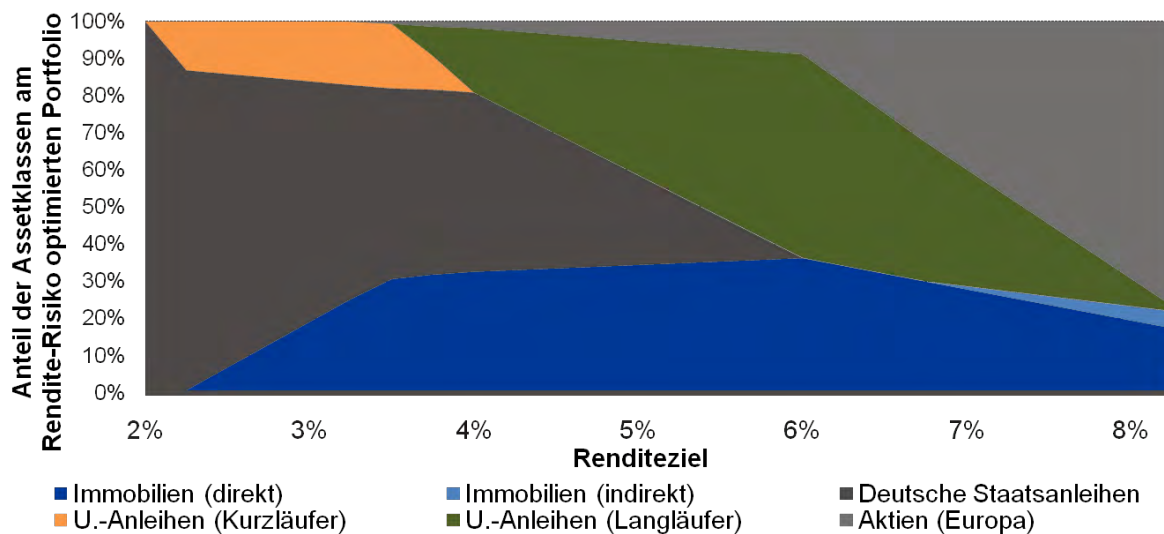
Quellen: MSCI, PMA, GPR, datastream, IREBS

Ein bemerkenswertes Ergebnis ist auch, dass solche Studien, die auf Realrenditen abstellen, die also Inflation herausrechnen, tendenziell eine höhere Immobilienquote nahelegen als solche Studien, die mit nominalen Renditen rechnen. Dies wird häufig als ein indirektes Indiz für einen (langfristig) wirksamen Inflationsschutz von Immobilien gewertet, doch dazu später.

Es lässt sich also festhalten, dass Anleger ihr Portfolio durch Immobilien sinnvoll diversifizieren können. Die für andere Anlageklassen (insbesondere Aktien) spezifischen Wertschwankungen lassen sich dann auf Portfolioebene deutlich reduzieren – ohne dies durch ein Absenken der erwarteten Rendite zu erkaufen. Die optimale Immobilienquote hängt von der individuellen Risikoneigung und dem ökonomischen Umfeld des Anlegers ab. Offen ist hiermit jedoch weiterhin die Frage, wie genau eine Investition in Immobilien strukturiert werden sollte. Sollte ein Anleger eher direkte oder eine indirekte Immobilienanlagen erwerben?

Immobilien sind vor allem im unteren bis mittleren Rendite- und Risikobereich interessant zur Diversifikation

30



Es liegen Total Returns für internationale Assets zugrunde. Für direkte Immobilienanlagen sind dies europäische Immobilien, für Unternehmensanleihen sind es ausschließlich Anleihen hoher Bonität (AA und AAA) und für europäische Aktien sind es die im MSCI Europa erfassten Aktien.

Quellen: MSCI, PMA, GPR, datastream, IREBS

Immobilien im Immobilienportfolio

Direktanlage und Finanztitel

Neben der Möglichkeit, Immobilien direkt zu erwerben, stehen dem Anleger offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds, Immobilienaktien oder REITs zur Verfügung.³ Durch eine Investition in derartige Finanztitel erwirbt der Anleger wirtschaftliches Miteigentum an einem Immobilienbesitz und kann somit von den Vorteilen der Anlageklasse profitieren und gleichzeitig die für Immobilien charakteristischen Nachteile, wie zum Beispiel sehr hohe Mindestanlagesummen (Losgrößen), hohe Transaktionskosten und Illiquidität, vermeiden. Einige dieser Vorteile sind in der obigen Betrachtung nicht enthalten, daher unterschätzt die Darstellung in Abbildung 30 tendenziell einen sinnvollen Anteil indirekter Immobilienanlagen.

³ Bei einer Immobilien-AG handelt es sich um eine Aktiengesellschaft, deren Geschäftszweck im weitesten Sinne im immobilienwirtschaftlichen Bereich liegt und damit neben der Bewirtschaftung von Immobilien auch immobiliennahe Dienstleistungen umfassen kann. Ein REIT ist eine Immobilien-AG, die einer besonderen Regulierung unterliegt und deren Geschäftszweck im engen Sinne in der Bewirtschaftung von Immobilien liegen muss.

Im Folgenden werden die Merkmale der genannten Finanztitel anhand verschiedener für die Strukturierung des Immobilienportfolios (und die Investitionsentscheidung allgemein) relevanter Kriterien analysiert und mit der Direktanlage verglichen.

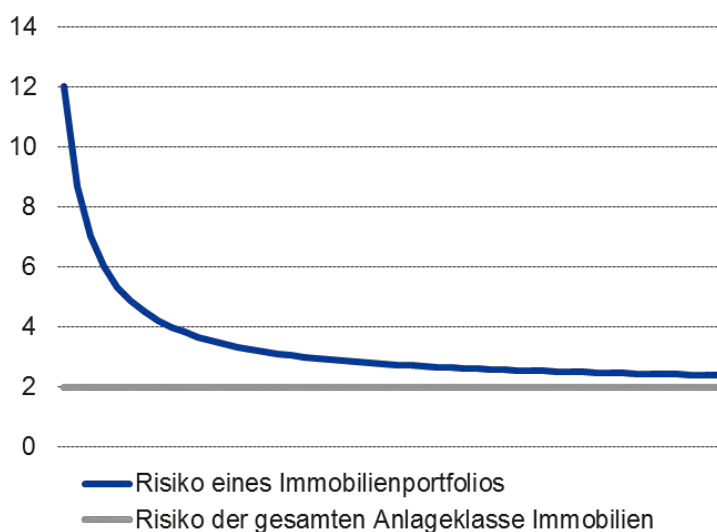
Losgrößentransformation und Risikodiversifikation innerhalb des Immobilienportfolios

Die zuvor gezeigten Diversifikationsvorteile von direkten Immobilienanlagen in einem gemischten Portfolio zeigen sich nur dann, wenn sich die gewählte direkte Anlage genau wie der Mittelwert aller Immobilien verhält. Tatsächlich bestehen jedoch erhebliche Objektrisiken. Eine Immobilie kann Baumängel aufweisen, die Lagekriterien können sich ändern oder Mieter ziehen überraschend aus und die Nachvermietung erweist sich als schwer. Hält man viele Immobilien, sind einzelne solcher Mängel nicht von großem Belang, denn natürlich treten dann wahrscheinlich auch positive Überraschungen auf. Hält man jedoch nur ein einziges Objekt, entsteht ein „Klumpenrisiko“. Abbildung 31 stellt den Zusammenhang zwischen der Anzahl der gehaltenen Immobilien und dem objektspezifischem Risiko im Immobilienportfolio schematisch dar. Je weniger Immobilien man hält, desto größer ist das Risiko. Streuung ist also sinnvoll, und Streuung gelingt in einer indirekten Anlage besser als bei einer Direktanlage.

Viel nutzt viel

x-Achse: Zahl der Immobilien im Portfolio
y-Achse: Volatilität der Portfoliorendite, %

31



Quelle: Sebastian et al (2012)

Insbesondere Immobilien der gewerblichen Nutzungsarten mit hoher Standort- und Objektqualität sind zudem erst in Losgrößen ab rund 10 Mio Euro verfügbar. Geschlossene Fonds erreichen zwar eine sehr direkte Anlagemöglichkeit, sie erlauben jedoch in der Regel weniger Streuung als offene Fonds oder Immobilien-AGs oder REITs.

Abhängigkeit vom Börsenrisiko

Der wesentliche Grund für die durch Immobilien zu erzielende Effizienzsteigerung im Mixed-Asset Portfolio besteht in der Unabhängigkeit der Wertentwicklung von Immobilien zum Aktienmarkt. Diese ist für Direktanlagen in Immobilien sowie für geschlossene und offene Immobilienfonds in weiten Teilen gegeben. Bei Immobilien-Aktien und REITs handelt es sich jedoch um Aktien, die kurz-

und mittelfristig dem Börsenrisiko unterliegen und daher zur Diversifikation im Mixed-Asset Portfolio nur eingeschränkt und bei langfristiger Betrachtung geeignet sind.

Liquidität und Transaktionskosten

Neben der ausschließlichen Betrachtung von Renditeerwartung und Volatilität können Liquidität und Transaktionskosten eine Investitionsentscheidung maßgeblich beeinflussen und müssen daher in Betracht gezogen werden.

Direktanlagen in Immobilien verursachen in der Regel unmittelbare Transaktionskosten von rund 10 Prozent ihres Volumens. Mittelbare Transaktionskosten, wie die Suche nach geeigneten Objekten und Vertragspartnern, die wirtschaftliche Bewertung der zu erwerbenden (oder zu verkaufenden) Objekte sowie die technische und juristische Sorgfaltsprüfung (*Due Diligence*), sind im Fall der Direktanlage durch den Anleger selbst zu leisten. Insgesamt handelt es sich bei der Direktanlage in eine Immobilie um ein illiquides Investment mit hohen Transaktionskosten.

Diese Transaktionskosten sind bei indirekten Anlagen niedriger. Daher eignen sich direkte Immobilienanlagen eher für Anleger mit sehr langem Horizont und indirekte Anlagen eher für Anleger mit kürzerem Anlagehorizont.

Laufende Kosten

Jede Form der Immobilienanlage verursacht während der Haltedauer Kosten, wie beispielsweise nicht umlagefähige Betriebskosten, Instandhaltungskosten und Verwaltungskosten. Bei der Direktanlage sind diese Kosten vom Anleger *direkt* zu tragen, bei indirekten Anlageformen mindern sie die Ausschüttungen und damit die Rendite. Analog zu den mittelbaren Transaktionskosten bieten indirekte Immobilienanlagen hinsichtlich der laufenden Kosten Größenvorteile aufgrund ihres gegenüber der Direktanlage höheren Volumens auf Fondsebene.

Zwischenfazit

Immobilien können ein Mixed-Asset Portfolio aufgrund ihrer vom Aktienmarkt weitgehend unabhängigen Wertentwicklung stabilisieren. Voraussetzung dafür ist, dass der Anleger in eine Vielzahl einzelner Immobilien unterschiedlicher Nutzungsarten an unterschiedlichen Standorten investiert. Durch Investition in *wenige* Einzelobjekte entsteht im Portfolio eine *Risikokonzentration* und damit das genaue Gegenteil der eigentlich beabsichtigten Diversifikation und *Risikoreduktion*.

Der überwiegende Teil der Anleger ist aufgrund der Notwendigkeit, das Immobilienportfolio breit zu diversifizieren, in Verbindung mit der hohen Losgröße für direkte Immobilienanlagen gezwungen, indirekt in Immobilien zu investieren. Nach Analyse der gängigsten indirekten Anlageinstrumente für Immobilien erscheinen vor allem offene Immobilienfonds, REITs und Immobilienaktien hierfür geeignet. Ebendiese Finanztitel erweisen sich *gegenüber Direktinvestitionen in Immobilien und gegenüber geschlossenen Immobilienfonds* auch hinsichtlich der Liquidität und der Transaktionskosten als vorteilhaft.

Gegenüber Aktien und Anleihen birgt der offene Immobilienfonds ein erhöhtes Liquiditätsrisiko, da der Fonds die Rücknahme der Anteile in Krisensituationen aussetzen kann. REITs und Immobilienaktien sind liquider, unterliegen jedoch bei kurz- bis mittelfristiger Betrachtung dem Börsenrisiko.

Immobilien und Inflationsschutz

Die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank besorgt viele Anleger, sehen sie doch die Ausweitung der Geldbasis als ein zentrales Versprechen für wenigstens mittelfristig steigende Inflationsraten im Euroraum. Dann stellt sich für diese Anleger die Frage, welche Anlagen hinreichenden Schutz vor Inflation bieten. Viele Anleger sind gerade mit der Immobilienanlage überzeugt, vor Inflationsrisiken geschützt zu sein, weil es sich eben um „reale“ Anlagen handelt, und natürlich lässt sich die Wohnungsnachfrage nicht so einfach in einer konjunkturellen Schieflage drosseln wie die Nachfrage nach Luxusgütern. Dies sollte dann doch die Mieten und folglich auch die Kapitalwerte stabil halten.

Vorsicht ist jedoch angebracht, dass der Binsenweisheit, Immobilien schützen vor Inflation, allzu schnell gefolgt wird. Letztlich zeigte die Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise in Irland, den USA oder Spanien seit 2000, dass sich die Preise spürbar von der allgemeinen Teuerungsrate fortbewegen können – sowohl nach oben als auch nach unten. Auch in Deutschland gab es Phasen sehr gravierender Abweichungen: Direkt nach der Wiedervereinigung stiegen die Preise vielerorts deutlich schneller als die Verbraucherpreise, in den Folgejahren bewegten sich jedoch in den meisten Städten die Wohnungspreise eher seitwärts, in einigen Städten sanken sie sogar spürbar. Dort kam es in dieser Phase also zu nennenswerten realen Verlusten.

Ein paar Vorüberlegungen

Immobilienrenditen bestehen wie oben dargestellt aus der Mietrendite und der Wertänderungsrendite. Ein perfekter Inflationsschutz besteht dann, wenn bei steigenden Verbraucherpreisen auch die Gesamrendite der Immobilie in gleichem Maße mitsteigt, zum Beispiel weil die Mieten in gleichem Maße steigen. Nun sind Wohnungsmieten ein Bestandteil des allgemeinen Verbraucherpreisindex, es ist daher zunächst zu fragen: Warum sollten auch alle anderen Preiskomponenten in ähnlicher Weise steigen wie die Wohnungspreise? Es ist nicht direkt einsichtig, warum die Nahrungsmittelpreise, die Energiepreise oder die Mobilitätspreise an der Entwicklung der Wohnungspreise und -mieten hängen sollten.

Am häufigsten wird der Mechanismus steigender Mieten als Kanal zur Inflationssicherung beschrieben. Sind Mieten beispielsweise an den Verbraucherpreisindex gekoppelt, so gibt es eine sehr enge vertragsmäßige Wechselwirkung. Diese Indexierung ist letztlich eine Faustformel, nach der die Nachfrage nach Immobilien ähnlich wie jene von sehr vielen anderen Gütern auf Einkommensänderungen reagiert. Bei einem Aufschwung kaufen die Menschen mehr Autos, qualitativ höherwertige Nahrungsmittel und fragen eben auch mehr Wohnraum nach. Aber Vorsicht: Mietindexierung ist nur dort ein wirksames Instrument, wo es keine starken Ungleichgewichte auf dem Immobilienmarkt gibt. Regiert die Angebotsseite, wären Vermieter dumm, würden sie bei Vertragsverlängerung „nur“ die allgemeine Teuerung als Mieterhöhung vereinbaren. Regiert die Nachfrageseite, ist jeder Vermieter froh, wenn er überhaupt seine Wohnungen zu einem halbwegs auskömmlichen Mietzins vermietet bekommt.

Es sprechen daneben noch weitere schwerwiegende Gründe gegen einen perfekten Inflationsschutz: Die aktuellen Wohnungspreise spiegeln letztlich die Erwartung hinsichtlich zukünftig realisierbarer Mieten. Falls Vermieter also einen Inflationsschutz wünschen und falls sie glauben, dass sie diesen durch eine Mietindexierung erreichen können, drückt sich im vereinbarten Kaufpreis immer die Inflationserwartung aus. Je näher die tatsächliche Inflation an der erwarteten Inflation liegt, desto

besser ist der Inflationsschutz. Dann gilt folglich auch, dass der Schutz vor unerwarteter Inflation – und das sind häufig angebotsseitig getriebene Preissteigerungen wie Ölpreisschocks – nicht gesichert werden kann. Hinzu kommt, dass nicht alle Baukostenkomponenten mit dem allgemeinen Preisauftrieb korrelieren. Für Löhne könnte dies gelten, für Baumaterialien nur eingeschränkt, da hier Energie- und Rohstoffschocks sowie regulatorische Vorgaben wie die Energieeinsparverordnung eine große Rolle spielen können.

Letztlich ist es eine empirische Frage, welche Argumente tatsächlich überwiegen. Doch die theoretischen Vorüberlegungen lassen bereits einige Vermutungen zu:

Der Inflationsschutz ist nicht vollständig.

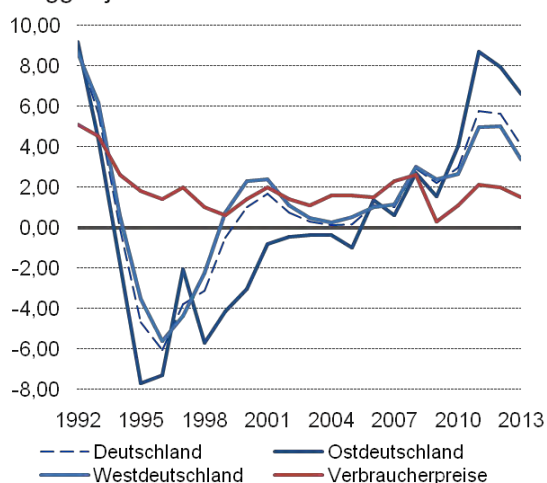
- 1) In ausgeglichenen Märkten funktioniert der Inflationsschutz besser als in ungleichgewichtigen Märkten.
- 2) Da Immobilienmärkte langsam reagieren, dürfte der Inflationsschutz langfristig besser funktionieren als kurzfristig.
- 3) Es gibt starke regionale Unterschiede, weil die Immobilienmärkte regional sehr unterschiedlich, viele Verbraucherpreise jedoch national einheitlicher sind.

Empirische Ergebnisse

Mit Blick auf den deutschen Wohnungsmarkt lassen sich diese drei Ergebnisse sehr gut illustrieren: Der kurzfristige Zusammenhang zwischen Wohnungsmieten und der allgemeinen Teuerung ist ausgesprochen schlecht. Für die letzten 20 Jahre gibt es quasi gar keinen jährlichen Zusammenhang zwischen Verbraucherpreisveränderung und Veränderung der Wohnungsmieten. Dies gilt sowohl für Bestands- als auch für Wohnungsmieten und sowohl für Ost- als auch für Westdeutschland.

Große Unterschiede bei Neubau 32

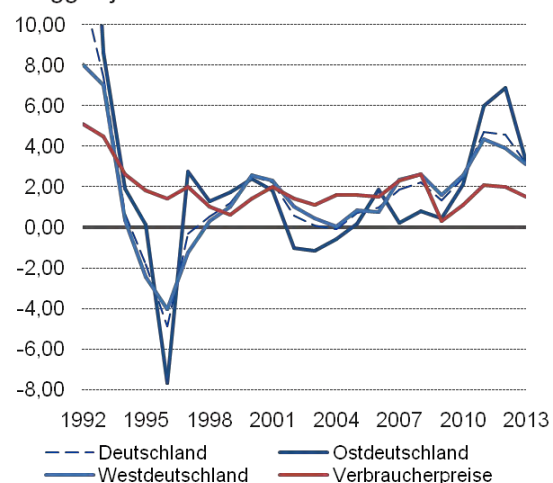
Neubaumieten und Verbraucherpreise, in % gg. Vj.



Quelle: BulwienGesa

Ähnlich bei Bestandsimmobilien 33

Bestandsmieten und Verbraucherpreise, in % gg. Vj.



Quelle: BulwienGesa

Allerdings zeigen die Grafiken bereits, dass die Abweichungen für Neubauwohnungen stärker sind als für Bestandswohnungen. Neubauwohnungen sind ein kleineres Marktsegment und reagieren heftiger auf makroökonomische und regulatorische Impulse. Daher sind die Schwankungen in

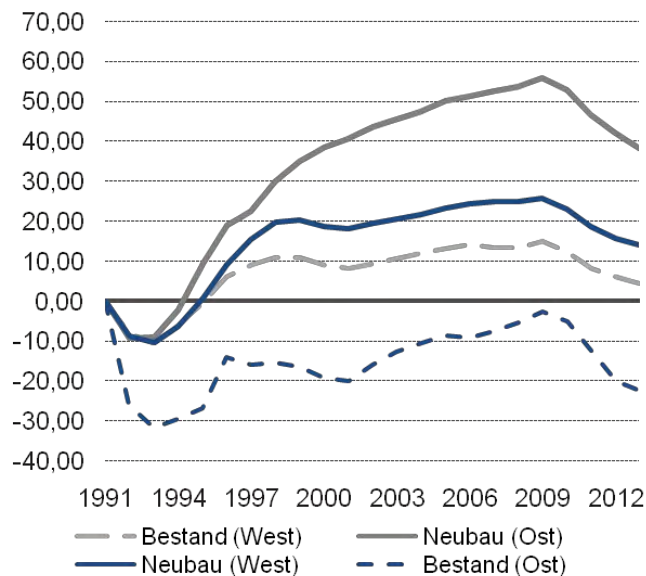
diesem Marktsegment größer und folglich gilt dies auch für die Abweichung von der allgemeinen Teuerung.

Die Grafiken illustrieren auch die erheblichen regionalen Unterschiede. In den hier dargestellten 22 Jahren stiegen die Mieten in den westdeutschen Städten in 11 Jahren langsamer als die allgemeine Teuerung, in Ostdeutschland in 15 Jahren.

Sehr langsame Prozesse

Kumulierte Differenz aus Verbraucherpreisindex und Mietindex, in %-Punkten

34



Quelle: Destatis, BulwienGesa

Noch deutlicher wird dies, wenn man die kumulierten Abweichungen anschaut: In Westdeutschland stiegen die Verbraucherpreise zwischen 1991 und 1998 um insgesamt 20 Prozentpunkte stärker als die Neubauwohnungsmieten. In Ostdeutschland baute sich bis zum Jahr 2008 sogar eine kumulierte Differenz von über 50 Prozent auf. Der Aufschwung in den letzten Jahren ist nicht zuletzt auch gerade deswegen zumindest teilweise als eine Normalisierung zu verstehen.

Inflationsschutz wirkt in Deutschland also langfristig deutlich besser als kurzfristig. Wer sich „plötzlich“ Sorgen um hohe Inflationsraten macht und dies vorübergehend über ein kurzzeitiges Immobilienengagement sichern möchte, fährt wahrscheinlich gefährlich. Immobilien sind für die meisten Anleger eher ein Langfristinvestment. Offenbar spielt der Zeitpunkt neben der Standortwahl eine sehr wichtige Rolle. Tatsächlich lassen sich diese Ergebnisse in zahlreichen wissenschaftlichen Studien wiederfinden. Der Inflationsschutz von Immobilien funktioniert nur teilweise und über längere Fristen. Abschließend sei anzumerken, dass er für Wohnimmobilien besser zu funktionieren scheint als für Gewerbeimmobilien und für direkte Anlagen besser als für Immobilienwertpapiere, die viel stärker an dem Auf und Ab des Kapitalmarkts hängen.

Schlussbemerkungen

Deutsche Wohnungen lagen in den letzten fünf Jahren bei Anlegern wieder hoch im Kurs. Weil das Arbeitsmarktumfeld vorteilhaft war und die Einkommen stiegen, konnten sich viele Menschen mehr und qualitativ höherwertigen Wohnraum leisten. Gleichzeitig suchten viele private Anleger Schutz vor den Unsicherheiten in anderen Anlageklassen beziehungsweise etwas mehr Rendite als in geldmarktnahen Anlagen. Dies hat zunächst in den Innenstädten die Mieten und Preise deutlich in die Höhe schnellen lassen. 2013 legten die Wohnungspreise sogar noch einmal stärker zu als in den Jahren zuvor. Wir haben in dieser Studie argumentiert, dass es erstens gute Argumente für eine allgemeine Berücksichtigung von Wohnimmobilien im gemischten Portfolio gibt, dass dies aber eher Diversifizierungsvorteile als der (kurzfristige) Schutz vor Inflation ist. Wir haben auch argumentiert, dass die meisten Wohnungsmärkte trotz der deutlichen Marktbelebung noch keine Blasenbildung zeigen. Allerdings sollten Investoren die folgenden Warnsignale ernst nehmen und vorsichtiger ihre Investitionen prüfen als in der jüngsten Vergangenheit: Erstens sind die Preise 2013 spürbar schneller gestiegen als die Mieten, dies war in den Jahren zuvor noch nicht so stark ausgeprägt. Zweitens hat der Preisauftrieb deutlich mehr als nur die sieben A-Städte erfasst und dort auch nicht nur die Bestlagen. Dies wird gerade Kapitalanleger in risikobehaftete Projektentwicklungen drängen. Drittens hat sich auch im Eigenheimsegment der Preisauftrieb beschleunigt, und auch dies zeigt, dass die Entwicklung die Kernstädte der Ballungszentren verlassen hat.

Wir erkennen jedoch weder einen unbotmäßigen Einsatz von Fremdkapital noch eine unbotmäßige Entwicklung auf den deutschen Wohnungsmärkten gegenüber anderen risikobehafteten Anlageklassen wie beispielsweise Aktien und auch keinen gefährlichen Anstieg der Baufertigstellungen. Daher käme die Warnung vor einer landesweiten Übertreibung auf den deutschen Wohnungsmärkten zu früh, würde man doch implizieren, dass es attraktivere Anlagen außerhalb der Wohnungsmärkte gäbe.

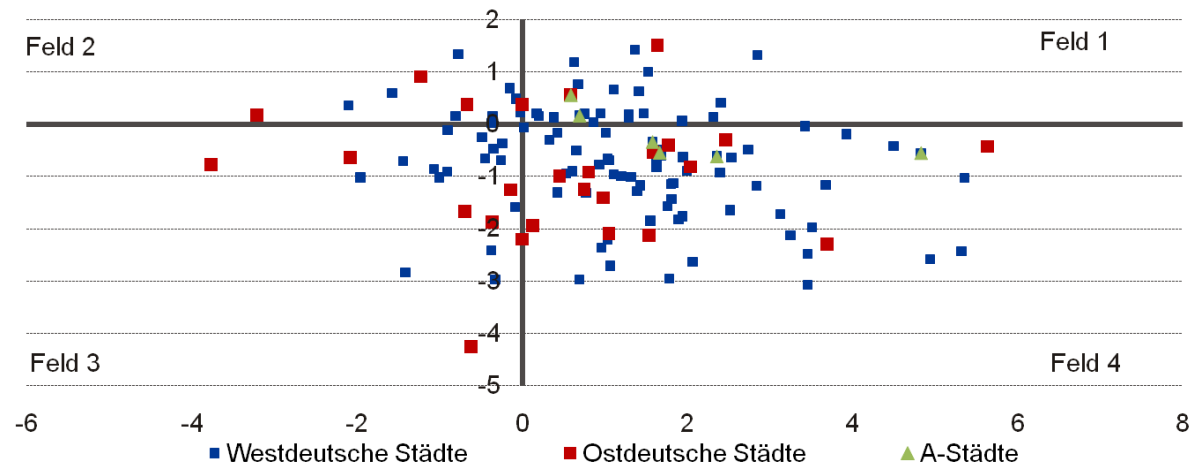
Anleger sollten gleichwohl drei Risiken in den nächsten Jahren beachten, die einen Rückgang der Wohnungspreise (fundamental) gerechtfertigt erscheinen lassen: Erstens sorgte in den letzten Jahren starke Zuwanderung aus Süd- und Osteuropa für erhebliche Mehrnachfrage. Dieser Zustrom muss natürlich nicht dauerhaft sein. Zweitens profitiert der deutsche Wohnungsmarkt von sehr niedrigen Zinsen. Es wäre fahrlässig, wenn Anleger bei ihrer Mittelfristplanung von einem dauerhaft niedrigen Zinsniveau ausgehen und sich entsprechend hoch verschulden würden. Drittens hat die Bundesbank in ihren jüngsten Studien deutlich gemacht, dass sie die Entwicklung auf den Wohnungsmärkten mit Sorge betrachtet. Sollte sie aus dieser Sorge Maßnahmen ergreifen, die den Zugang zu Fremdkapital erschweren, hätte dies natürlich belastende Wirkung für die Preisentwicklung zur Folge.

Alles in allem erwarten wir jedoch, dass 2014 die expansiven Faktoren überwiegen und die Wohnungs- und Hauspreise spürbar schneller steigen werden als die allgemeine Teuerung und sich der aktuelle Hauspreiszyklus fortsetzt.

Preise in den meisten Städten auf Normalisierungskurs

x-Achse: Differenz aus Preiswachstum und Mietwachstum 01/2009-12/2013 in %-P. pro Jahr

y-Achse: Differenz aus Preiswachstum und Mietwachstum 01/1999-12/2008, in %-P. pro Jahr



Feld 1: Preise wachsen sowohl in den letzten vier Jahren als auch in den zehn Jahren zuvor schneller als die Mieten (einzige Ausreißer sind Potsdam, Möchengladbach und Krefeld)

Feld 2: Mieten stiegen in den letzten vier Jahren schneller als die Preise, zuvor stiegen zehn Jahre die Preise stärker als die Mieten

Feld 3: Über den gesamten Analysehorizont seit 1998 stiegen die Mieten schneller als die Preise.

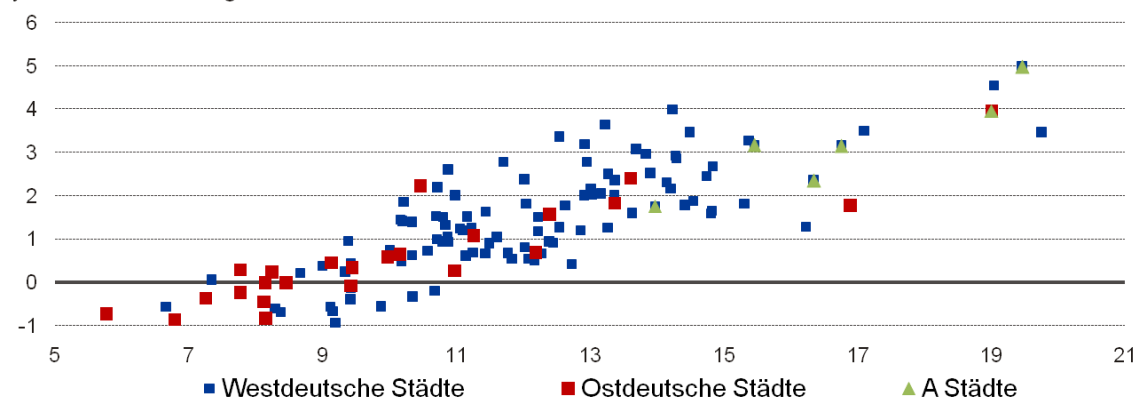
Feld 4: In den letzten vier Jahren stiegen die Preise schneller als die Mieten, zuvor stiegen allerdings zehn Jahre lang

Quelle: eigene Berechnungen auf der Basis von BulwienGesa

Wohnungen in "teuren" Städten weniger erschwinglich

x-Achse: Erschwinglichkeit, 12/2013

y-Achse: Erschwinglichkeit, 01/2009 - 12/2013



Erschwinglichkeit ist hier die Relation aus dem Preis für eine Neubauwohnung von 100 m² zur Kaufkraft eines Haushalts.

Quellen: BulwienGesa, Destatis, eigene Berechnungen

Anhang II

Tabelle 1: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für Bayern

Bayern	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft- Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Nürnberg	5,3	4,2	14,2	3,1	⇒
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Würzburg	6,2	4,4	14,8	2,8	⇒
Fürth	6,9	5,6	12,9	3,6	⇒
Regensburg	7,1	4,3	15,4	3,0	↗
München	8,0	3,1	19,5	2,3	↗

Abbildung 1: Bundesland Bayern / untersuchte Städte



Tabelle 2: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für Rheinland-Pfalz & Saarland

Rheinland-Pfalz & Saarland	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft- Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Kaiserslautern	3,3	-0,6	10,7	5,2	↗
Saarbrücken	3,5	6,7	11,0	6,2	⇒
Trier	4,9	6,5	14,8	3,4	⇒
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Mainz	7,9	2,6	12,9	2,2	⇒

Abbildung 2: Rheinland-Pfalz & Saarland / untersuchte Städte



Tabelle 3: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für NRW

NRW	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft- Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Bochum	2,8	1,1	11,4	3,7	↗
Essen	3,4	2,5	12,4	4,4	⇒
Wuppertal	3,5	2,6	12,2	5,7	⇒
Bielefeld	4,5	5,3	11,2	3,2	↗
Köln	5,1	2,7	14,0	2,5	⇒
Bonn	5,5	3,8	12,9	2,7	⇒
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Düsseldorf	6,9	6,2	15,5	2,9	↘

Abbildung 3: Bundesland NRW / untersuchte Städte



Tabelle 4: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für Hamburg, Bremen, Schleswig-Holstein & Niedersachsen

Hamburg, Bremen, Schleswig-Holstein & Niedersachsen	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft-Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Wolfsburg	3,1	3,2	7,3	3,8	↗
Kiel	3,1	3,5	12,7	2,6	⇒
Braunschweig	3,1	4,2	9,3	3,2	↗
Lüneburg	4,1	2,7	10,0	2,1	↗
Bremen	5,2	3,5	13,4	3,0	⇒
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Bremerhaven	6,8	2,3	14,3	3,0	⇒
Hamburg	7,0	5,4	17,1	1,6	↘
Hannover	7,4	5,9	13,8	3,0	⇒

Abbildung 4: Bundesland Hamburg, Bremen, Schleswig-Holstein & Niedersachsen / untersuchte Städte



Tabelle 5: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für Berlin, Brandenburg & Mecklenburg-Vorpommern

Berlin, Brandenburg & Mecklenburg-Vorpommern	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft-Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Cottbus	2,9	1,4	8,1	5,2	↗
Rostock	3,5	6,7	11,0	3,8	↗
Schwerin	4,2	2,4	10,2	10,5	⇒
Potsdam	5,1	3,5	16,9	2,9	↘
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Berlin	7,3	6,7	19,0	3,5	↘

Abbildung 5: Berlin, Brandenburg & Mecklenburg-Vorpommern / untersuchte Städte



Tabelle 6: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für Thüringen, Sachsen & Sachsen-Anhalt

Thüringen, Sachsen & Sachsen-Anhalt	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft- Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Gera	2,3	2,2	7,8	12,2	⇒
Halle (Saale)	3,3	1,8	9,4	11,5	⇒
Erfurt	4,3	5,6	12,2	4,9	⇒
Jena	5,0	4,2	12,4	2,0	↗
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Leipzig	5,9	5,9	13,4	12,1	↘
Dresden	6,5	7,1	13,6	5,1	⇒
Magdeburg	7,9	2,2	10,5	9,4	⇒

Abbildung 6: Thüringen, Sachsen & Sachsen-Anhalt / untersuchte Städte



Tabelle 7: Veränderungsraten der ETW-Preise und Mieten von 2009 bis 2013 und ETW-Erschwinglichkeit für Baden-Württemberg & Hessen

Baden-Württemberg & Hessen	Veränderung ETW-Preise 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Veränderung Mieten 01/2009 bis 12/2013 (p.a.)	Preis-Kaufkraft-Relation bei 100 m ² (Erschwinglichkeit) 2013	Leerstand in Prozent (Zensus 2011)	Attraktivität
Darmstadt	4,6	2,1	13,6	2,5	⇒
Stuttgart	5,0	3,5	16,4	3,8	↘
Offenbach a. M.	5,4	4,0	13,4	3,3	⇒
Wiesbaden	5,6	2,1	13,2	3,1	⇒
Deutschland	5,6	4,1	14,0	4,5	⇒
Freiburg i. B.	6,1	3,8	19,8	2,3	↘
Frankfurt a. M.	6,6	5,0	16,8	2,7	↘
Kassel	7,0	3,3	10,7	3,2	↗

Abbildung 7: Baden-Württemberg und Hessen / untersuchte Städte



Anhang III

Die Attraktivität eines Marktsegments aus Eigentümersicht bestimmt sich durch die Erschwinglichkeit der Wohnungen im Marktsegment (dem Preis der Wohnungen in Relation zur regionalen Kaufkraft) und der Leerstandsquote im Marktsegment. Märkte mit niedrigem Flächenleerstand und gleichzeitig erschwinglichen Wohnungspreisen bieten das höchste Potenzial für zukünftige Preissteigerungen, diese Teilmärkte liegen unterhalb des in Abbildung 37 eingezeichneten Korridors und wurden im Anhang II mit einem grünen aufzeigenden Pfeil gekennzeichnet. Teilmärkte, in denen Wohnungen bereits relativ unerschwinglich sind und gleichzeitig potenzieller Leerstand vorherrscht, bieten das höchste Risiko für zukünftige negative Preisentwicklungen. Diese Teilmärkte liegen oberhalb des in Abbildung 37 eingezeichneten Korridors und wurden im Anhang II mit einem roten herabzeigenden Pfeil gekennzeichnet.

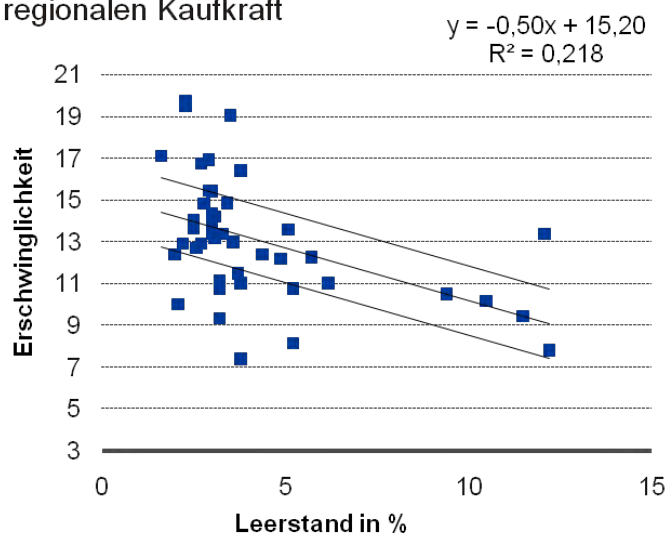
Der Korridor umspannt die inneren 50 Prozent der abgebildeten Punktwolke ($\mu \pm 0,674 \cdot \sigma$). Es werden damit rund 25 Prozent der Märkte als tendenziell attraktiv eingestuft und rund 25 Prozent der Teilmärkte als tendenziell unattraktiv eingestuft. Die Einstufung der Attraktivität durch diese Methodik kann generell nur als vage Erstindikation dienen und in keinem Fall die differenzierte Auseinandersetzung mit den einzelnen Teilmärkten ersetzen.

Kennziffer für die Attraktivität eines Teilmarktes

37

x: Leerstand in % der Wohnungen

y: Preise für Neubauwohnungen relativ zur regionalen Kaufkraft



Quellen: GfK, BulwienGesa, Zensus 2011

Literatur

- Bond, Shaun A. / Hwang, Soosung / Richards, Kimberley (2006): Optimal Allocation to Real Estate Incorporating Illiquidity Risk, in: *Journal of Asset Management*, Vol. 7, Nr. 1, S. 2–16.
- Booth, Philip M. (2002): Real Estate Investment in an Asset/Liability Modeling Context, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 8, Nr. 3, S. 183–198.
- Brounen, Dirk / Eichholtz, Piet (2003): Property, Common Stock, and Property Shares, in: *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 29, Nr. 5, S. 129–137.
- Brounen, Dirk / Prado, Melissa Porras / Verbeek, Marno (2009): Real Estate in an ALM Framework the Case of Fair Value Accounting, Working Paper, RSM Erasmus University, Stand: 23-09-2009.
- Braun, R. (2013): Wohneigentum in Deutschland, in ifs [Hrsg.], 50 Jahre ifs – Erfolgsgeschichte Wohneigentum, Schriftenreihe des ifs Instituts für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen, Band 78, S. 79–114.
- Brown, Gerald R. / Matysiak George A. (2000): Real Estate Investment – A Capital Market Approach, Pearson Education Limited, S. 324–348.
- Chun, Gregory H. / Ciochetti, Brian A. / Shilling, James D. (2000): Pension-Plan Real Estate Investment in an Asset-Liability Framework, in: *Real Estate Economics*, Vol. 28, Nr. 3, S. 467–491.
- Craft, Timothy M. (2001): The Role of Private and Public Real Estate in Pension Plan Portfolio Allocation Choices, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 17, Nr. 1, S. 17–23.
- Fleischmann, Benedikt / Rehring, Christian / Sebastian, Steffen (2011): Inflation-Hedging, Asset Allocation, and the Investment Horizon, Working Paper, International Real Estate Business School, University of Regensburg, 2011.
- Friedman, Harris C. (1971): Real Estate Investment and Portfolio Theory, in: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 6, Nr. 2, S. 861–874.
- Füss, Roland / Schindler, Felix (2011): Diversifikationsvorteile verbriefter Immobilienanlagen in einem Mixed-Asset-Portfolio, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 2011 12(2), S. 170–191.
- Hoesli, Martin / Lekander, Jon / Witkiewicz, Witold (2004): International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 26, Nr. 2, S. 161–206.
- Hoesli, Martin / Lekander, Jon / Witkiewicz, Witold (2003): Real Estate in the Institutional Portfolio: A Comparison of Suggested and Actual Weights, in: *The Journal of Alternative Investments*, Vol. 6, Nr. 3, S. 53–59.
- Hoesli, Martin / Lizieri, Colin (2007): Real Estate in the Investment Portfolio, A report prepared for the Investment Strategy Council of the Royal Ministry of Finance, Stand: 01-05-2007.
- Hoesli, Martin / Oikarinen, Elias (2010): Are REITs Real Estate? Evidence from International Sector Level Data, in: *Swiss Finance Institute Research Paper Series* N°12 – 15.

Just, Tobias (2014): Demografischer Wandel und die Zukunft des Wohneigentums. In Depenheuer und Voigtländer [Hrsg.], erscheint in Kürze.

Lee, Stephen / Stevenson, Simon (2006): Real Estate in the Mixed-asset Portfolio: the Question of Consistency, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 24, Nr. 2, S. 123–135.

Markowitz, Harry (1952): Portfolio Selection, in: The Journal of Finance, Vol. 7, Nr. 1, S. 77–91.

Rehkugler, Heinz (2009): Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München: Oldenbourg, S. 12–16, 40, 78–83, 218–224, 316–320.

Schätz, Alexander / Sebastian, Steffen P. (2009): Immobilienaktien – Immobilien oder Aktien?, in: Immobilien & Finanzierung (24), S. 842–843.

Sebastian, Steffen / Steininger, Bertram / Wagner-Hauber, Melanie (2012): Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen, in: IREBS Beiträge zur Immobilienwirtschaft, Heft 2, Schwerpunkt: Immobilieninvestment.

Ziobrowski, Brigitte J. / Ziobrowski, Alan J. (1997): Higher Real Estate Risk and Mixed-Asset Portfolio Performance, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 3, Nr. 2, S. 107–115.